

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2008

Beata Pieczková

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku pro generálního ředitele a předsedu představenstva

Valuation of the Company for Chief Executive Officer and Chairman Board of Directors

Student: Beata Pieczková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2008

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

ve smyslu § 17, odst. f, zákona č. 111/98 Sb. a Studijního a zkušebního řádu pro studium v
magisterských studijních programech Vysoké školy báňské – Technické univerzity Ostrava,
čl. 23 až 26

Jméno diplomanta: **Beata Pieczková**

Studijní obor: **Podniková ekonomika a management**

Název tématu:

**Stanovení hodnoty podniku pro generálního ředitele a předsedu
představenstva**

Anglický název tématu:

**Valuation of the Company for Chief Executive Officer and Chairman
Board of Directors**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í (o s n o v a):

Úvod

1. Teoretické základy oceňování
2. Analýza podniku
3. Stanovení hodnoty podniku
4. Návrhy na zlepšení

Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Rozsah průvodní zprávy: 50 – 60 stran

Rozsah příloh: podle potřeby

Seznam odborné literatury:

KAŠÍK, J.; MICHALKO, M. a kol. *Podniková diagnostika*. 1.vyd. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Datum zadání diplomové práce: 20. listopadu 2007

Datum odevzdání diplomové práce: 25. dubna 2008

.....
diplomant

.....
vedoucí DP

L. S.

.....
vedoucí katedry

.....
děkan

V Ostravě dne 20. 11. 2007

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně.

V Ostravě dne

Na tomto místě bych využila příležitost k poděkování ekonomickému řediteli za spolupráci a poskytnuté informace a rovněž mému vedoucímu diplomové práce panu Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za vedení a konzultace v průběhu psaní práce.

OBSAH

ÚVOD	1
1 Obecné základy pro oceňování podniku	2
1.1 Podnik jako předmět ocenění	2
1.1.1 Definice podniku	2
1.1.2 Hladiny hodnoty podniku	2
1.2 Kategorie hodnoty	3
1.2.1 Tržní hodnota	3
1.2.2 Subjektivní hodnota	4
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	5
1.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy	6
1.3 Důvody pro ocenění podniku	6
1.4 Doporučený postup při oceňování podniku	7
1.4.1 Sběr vstupních dat	7
1.4.2 Analýza dat	8
1.4.2.1 Strategická analýza	8
1.4.2.2 Finanční analýza	9
1.4.2.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná	17
1.4.3 Přehled metod pro finanční ocenění podniku	18
2 Metody pro oceňování	19
2.1 Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)	19
2.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	19
2.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	22
2.1.3 Kombinované výnosové metody	25
2.1.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty	25
2.2 Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)	27
2.2.1 Ocenění na základě tržní kapitalizace	27
2.2.2 Ocenění na základě srovnatelných podniků	28
2.2.3 Ocenění na základě srovnatelných transakcí	28
2.3 Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)	28
2.3.1 Likvidační hodnota	29
2.3.2 Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen	29
2.3.3 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen	29
2.3.4 Substanční hodnota na principu úspory nákladů	30
3 Údaje o oceňovaném podniku	31
3.1 Základní údaje o společnosti	31
3.2 Historie společnosti	31
3.3 Vize společnosti	31
3.4 Certifikáty:	32
3.5 Základní kapitál a orgány společnosti	32
3.6 Zaměstnanost a kvalifikace	32
4 Strategická analýza	33
4.1 Makroekonomické ukazatele	33

4.1.1 Hrubý domácí produkt	33
4.1.2 Míra inflace	34
4.1.3 Platební bilance	35
4.1.4 Mzdy a nezaměstnanost	35
4.2 Analýza a prognóza relevantního trhu	36
4.2.1 Evropský trh oceli	37
4.2.2 Český trh oceli.....	37
4.2.3 Evropský trh ocelových trubek	38
4.2.4 Český trh ocelových trubek.....	38
4.2.5 Evropský trh ocelových profilů.....	39
4.2.6 Český trh ocelových profilů	39
4.3 vymezení konkurence.....	39
4.3.1 Domácí konkurenti	39
4.3.2 Zahraniční konkurenti	40
5. Finanční analýza.....	42
5.1 Analýza rozvahy.....	42
5.2 Analýza výkazu zisků a ztrát.....	45
5.3 Analýza poměrových ukazatelů	45
6 Stanovení hodnoty podniku.....	50
6.1 Metoda účetní hodnoty.....	50
6.2 Metoda diskontovaných peněžních toků	51
6.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	55
Syntéza vypočtených hodnot	57
Návrhy a doporučení.....	58
Závěr.....	59
Seznam použité literatury.....	60
Seznam zkratk a symbolů	62
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce.....	63
Seznam příloh	64

ÚVOD

V České republice se v souvislosti s transformací ekonomiky a především s transformací vlastnických vztahů znova objevuje potřeba oceňování podniků. Vlastníkům a věřitelům už nestačí znát pouze účetní hodnotu, nýbrž se vysoce aktuální stává tzv. hodnota tržní. Příčinou této změny byly privatizační projekty, pomocí kterých stát, jako výhradní vlastník většiny majetku společnosti, usiloval o získávání soukromých vlastníků, kteří by o majetek, o jeho spravování a využívání měli zájem.

V současné době aktuálnost oceňování podniku nijak neoslabuje. Mezi některé z důvodů řadíme např. oceňování související s vlastnickými změnami, se slučováním nebo splynutím podniku nebo i s procesem koncentrace kapitálu. Také úroveň znalostí se v tomto oboru zvyšuje. Rostou počty odhadců a oceňovatelů majetku. K dispozici je nepřehledné množství literatury zabývající se touto problematikou. Oceňování již není záležitostí pouze úzkého okruhu vybraných teoretiků, nýbrž se stále více vstěpuje do podvědomí nejen nám studentům, ale také široké veřejnosti.

Účelem samotného oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty a zabývání se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Můžeme konstatovat, že ocenění je výsledkem procesu oceňování, to znamená přiřazení určité hodnoty podniku. **Podnik totiž sám o sobě nemá žádnou objektivní, zdůvodnitelnou, zdokumentovanou, nezávislou hodnotu. Závěrem je, že neexistuje jediné, obecně platné a „správné“ ocenění a tudíž ani jediný „správný“ model pro oceňování.**

Cílem diplomové práce je aplikace vybraných metod oceňování na konkrétním podniku a provedení syntézy takto získaných hodnot. Účelem je zhodnocení dosavadního vývoje nejmenované společnosti a stanovení její hodnoty pro generálního ředitele a předsedu představenstva.

Po konzultaci s ekonomickým ředitelem firmy, jsme se dohodli, že z důvodu ochrany společnosti a jejich dat, nezveřejním její název, pozměním několik údajů, které by mohly napomoci k jejímu odhalení a všechny číselné hodnoty přepočtu koeficientem, který je znám pouze řediteli a mně.

1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ

1.1.1 Definice podniku

Podnik je vymezován v literatuře různě. Někteří autoři je definují jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Tato definice samozřejmě odpovídá situaci a má významné důsledky pro vymezení hodnoty podniku.

Pro oceňovatele však mají největší význam definice uváděné v **obchodním zákoníku**, který definuje podnik jako: „....soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“.¹

1.1.2 Hladiny hodnoty podniku

Podnik můžeme oceňovat ve dvou hladinách:

- **hodnota brutto** – jedná se o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky. Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Tuto hodnotu lze také označit za obchodní majetek, jehož definici rovněž uvádí obchodní zákoník: „Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“² Zákon dále říká, že: „Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění. Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“³;
- **hodnota netto** – touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál. Tuto hodnotu pak obchodní zákoník označuje jako

¹ Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 5, odst. 1) a 2)

² Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6, odst. 1)

³ Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6, odst. 2)

čistý obchodní majetek. „Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“⁴ Tento majetek pak chápeme jako vyjádření reálné hodnoty čistých aktiv. Naproti tomu hodnota netto z pohledu zdrojů financování je definována jako vlastní kapitál. „Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“⁵ Ačkoli by se hodnota těchto dvou položek měla dle bilančního pravidla rovnat, mohou zde vznikat nesrovnalosti způsobené především rozdílností způsobu oceňování či rozdíly v položkách zahrnovaných do ocenění.

Pro oceňovatele je však především podstatné, že má-li za úkol určit obchodní majetek, pak je tím pouze řečeno, že jeho úkolem je zjistit celkovou (tedy brutto) hodnotu podniku, zatímco má-li určit čistý obchodní majetek, pak zjišťuje čistou (netto) hodnotu podniku, a následně pak vychází z výše uvedených definic.

1.2 KATEGORIE HODNOTY

Rozlišujeme několik základních kategorií hodnoty podniku. Ty vyplývají z toho, kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce a kolik bychom mohli dostat na trhu – tedy tržní ocenění, dále jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího a zda lze považovat hodnotu za nespornou. Z tohoto pohledu rozlišujeme čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- 1) tržní hodnota;
- 2) subjektivní hodnota;
- 3) objektivizovaná hodnota;
- 4) komplexní přístup na základě Kolínské školy.

1.2.1 Tržní hodnota

Zde vycházíme z představy, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na tomto trhu existuje více kupujících a více prodávajících. Důsledkem je tvorba podmínek pro **vznik tržní ceny**.

⁴ Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6, odst. 3)

⁵ Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6, odst. 4)

Předmětem odhadu je potenciální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota (angl. Market value). Definice tržní hodnoty⁶ „dle mezinárodní organizace pro oceňování⁷, zní takto: „**tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku**“.

Tržní hodnota rovněž obsahuje další předpoklad, a to je nejlepší možné využití, které je v mezinárodních oceňovacích standardech definováno jako: „**nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku**“.⁸

1.2.2 Subjektivní hodnota

Na každý podnik je třeba pohlížet jako na vysoce jedinečné a méně likvidní aktivum. Otázka tržní ceny podniku je poté zastřena individuálním názorem potencionálních účastníků transakce. Hodnota podniku je pro každý subjekt jiná a je dána očekávanými užitky pro konkrétního kupujícího či prodávajícího.

V Mezinárodních oceňovacích standardech subjektivní hodnotu označují jako investiční hodnotu a definují ji následovně⁹: „**investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku**“.

Základní charakteristiky investiční hodnoty jsou následující [6]:

- budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, eventuálně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora;

⁶ International Valuation Standards 2000, str. 92 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.1)

⁷ International Valuation Standards Committee (IVSC)

⁸ International Valuation Standards 2000, str. 37 (kapitola General Valuation Concepts and Principles, odst. 6)

⁹ International Valuation Standards 2000, str. 106 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.4)

- diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Pokud tedy oceňovatel vyvozuje budoucí peněžní toky v rozhodující míře z podkladů (finančního plánu) poskytnutých samotným podnikem, aniž by odpovídajícím způsobem testoval jeho přiměřenost, pak není oprávněn označit takové ocenění za tržní hodnotu.

Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami a případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Můžeme konstatovat, že objektivizovaná hodnota je v jistém slova smyslu opakem subjektivního ocenění. Vychází se zde z toho, že v podstatě žádná hodnota podniku není objektivní. Proto se začalo pracovat s tzv. „objektivizovanou“ hodnotou, která se právě snaží o co největší objektivizaci a reprodukovatelnost ocenění. Při jejím výpočtu by měly být dodrženy následující zásady [6]:

- udržovat substanci – objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata;
- volný zisk – ocenění je založeno na volném zisku, tzn. té části zisku, kterou mohou vybrat, aniž by byla ohrožen majetek podniku;
- nepotřebný majetek – majetek je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní;
- možnosti změn v podniku – při ocenění se vychází z podniku, jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění;
- metoda – metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná. Jednoznačnost znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky. Proto je také dávána přednost kombinované majetkové a výnosové metodě;
- management – v rámci objektivizované hodnoty předpokládáme, že dosavadní management přetrvá;
- zdanění – oproti běžné praxi v ČR se doporučuje zohlednit i daně na úrovni vlastníka, a to opět na typizované úrovni.

1.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Tento přístup považuje za reálné východisko pro ocenění většiny podniků subjektivní ocenění, kde předpoklady transakce je subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně subjektivní hodnota konkrétního kupujícího s tím, že ocenění má smysl pozměňovat v závislosti na obecných funkcích, které ocenění pro uživatele má.

Mezi základní funkce patří [6]:

- 1) funkce poradenská – smyslem je poskytnout kupujícímu podklady a informace o maximální a minimální ceně, tedy poskytuje tzv. hraniční hodnoty, které vymezují prostor pro vlastní cenové jednání;
- 2) funkce rozhodčí – jedná se o výkon funkce nezávislého oceňovatele, rozhodčího;
- 3) funkce argumentační – v této funkci hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání;
- 4) funkce komunikační – jde o poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami;
- 5) funkce daňovou – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

1.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Dá se říci, že ocenění je určitou formou služby, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít různou povahu (např. podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit). Proto rozlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů a mohou sloužit k různým účelům.

1) Ocenění související s vlastnickými změnami, například:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 obchodního zákoníku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti § 59 obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti dle § 69c obchodního zákoníku, apod.

2) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, například:

- změna právní formy společnosti dle § 69d obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
- ocenění v souvislosti se sanací podniku,
- sloučení, splynutí nebo rozdělení společnosti, apod.

1.4 DOPORUČENÝ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Před zahájením prací na ocenění je nutné vyjasnit si, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění.

Ať už zvolíme přístup i metody ocenění jakékoli, lze na základě teoretických východisek i praktických zkušeností doporučit takovýto postup pro oceňování podniku: nejprve je třeba zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, abychom posoudili jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Teprve na základě předchozí analýzy bychom měli zvolit vhodné metody ocenění.

V obecné praxi má postup při oceňování tyto části [6]:

- 1) sběr vstupních dat;
- 2) analýza dat:
 - strategická analýza,
 - finanční analýza,
 - rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná;
- 3) ocenění:
 - volba metody,
 - ocenění podle zvolených metod,
 - souhrnné ocenění.

1.4.1 Sběr vstupních dat

Pro ocenění jsou důležité vstupní data. Pro účely praktického postupu můžeme nejdůležitější potřebná data rozdělit do následujících skupin [6]:

- **základní data o podniku** – data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, základní řídicí struktura podniku, informace o historii podniku;
- **ekonomická data** – účetní výkazy za poslední období, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány (pokud existují);

- **relevantní trh** – vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu;
- **konkurenční struktura relevantního trhu** – hlavní přímí konkurenti a data o nich, možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům;
- **odbyt a marketing** – data o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska: struktury výrobků, struktury odběratelů, územní struktury; hlavní produkty; ceny a cenová politika; hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení; reklama, velikost a struktura výdajů; výzkum a vývoj, hlavní výsledky, výdaje na výzkum, srovnání s konkurencí;
- **výroba a dodavatelé** – řízení kvality, certifikáty kvality; charakter výroby, úroveň technologie; kapacity a jejich využití; stav dlouhodobého majetku, investice prováděné v minulosti a investiční plány do budoucnosti, obnova, modernizace; dodavatelé-struktura dodávek a dodavatelů, míra závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích, logistika, stav a struktura zásob;
- **pracovníci** – struktura, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, fluktuace pracovníků, produktivita práce, personální náklady.

1.4.2 Analýza dat

1.4.2.1 Strategická analýza

Možný postup strategické analýzy se může skládat z následujících kroků:

1) Analýza a prognóza relevantního trhu

Hlavním bodem je vymezení trhu tak, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možno následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu.

2) Vymezení konkurence

Jedná se o část strategické analýzy, která si klade za cíl identifikovat možné konkurenty námi oceňovaného podniku.

1.4.2.2 Finanční analýza

Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, a proto je podstatným krokem i u oceňování podniku, přičemž by měla plnit tyto dvě základní funkce:

- 1) prověřit **finanční zdraví** podniku – zde hledáme odpověď na otázku, jaká je finanční situace podniku k datu ocenění, jaký byl její historický vývoj a co lze očekávat pro nejbližší budoucnost;
- 2) vytvořit **základ pro finanční plán**.

Je třeba zdůraznit, že k naplnění uvedených funkcí nestačí jen spočítat nějaké vybrané ukazatele. Je důležité si uvědomit, že ukazatele mají samy o sobě malou vypovídací schopnost a záleží na interpretaci jejich výsledků. Oceňovatel tedy musí z finanční analýzy **vyvodit závěry**, které se promítnou do ocenění, a to zejména v těchto směrech:

- měl by z finančního hlediska doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy;
- doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, pokud ve finančním hospodaření najde nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.

Vlastní postup finanční analýzy v rámci ocenění lze shrnout do těchto kroků [6]:

- 1) prověříme úplnost a správnost vstupních údajů;
- 2) sestavíme analýzu základních účetních výkazů;
- 3) spočítáme a vyhodnotíme poměrové ukazatele;
- 4) zpracujeme souhrnné zhodnocení dosažených poznatků.

Analýza základních účetních výkazů

Rozvaha – z pohledu finanční analýzy je nejdůležitějším zdrojem informací. Rozvaha zobrazuje majetkovou a kapitálovou strukturu společnosti k určitému okamžiku; v rozvaze jsou podchyceny tzv. stavové veličiny. Majetek, tj. aktiva představují majetek podle jednotlivých druhů a pasiva pak zdroje jejich krytí; z rozvahy lze tedy činit závěry ve vztahu k finančnímu postavení podniku.

Z hlediska oceňovatele je důležité mít k dispozici rozvahu za více období, aby bylo možno posuzovat tendence, které se zde projevují.

Oceňovatele bude především zajímat:

- stav a vývoj bilanční sumy;
- struktura aktiv, její vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých položek;
- struktura pasiv a její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů;
- relace mezi složkami aktiv a pasiv (např. velikost dlouhodobého majetku a dlouhodobých pasiv, velikost dlouhodobého majetku a vlastního kapitálu, velikost oběžných aktiv a krátkodobých cizích pasiv, apod.).

Výkaz zisků a ztrát – vyjadřuje, jak byl podnik úspěšný z hlediska využívání majetku a zdrojů, které měl v hodnoceném období k dispozici. Zobrazuje nám náklady, výnosy a hospodářský výsledek. Jedná se o tokové veličiny.

Hospodářský výsledek vzniká postupně v části provozní, finanční a mimořádné. Z tohoto pohledu jsou uspořádány položky výnosů a tržeb, nákladů. Určitou „komplikaci“ se může jevit, že v současné době účetní výkaz nenabízí agregovanou podobu ani tržeb a výnosů, ani nákladů. Každý, kdo chce tento účetní výkaz podrobit hlubšímu rozboru, musí nejprve provést tyto agregace dílčích položek.

VZaZ odráží úspěšnost práce managementu ve využívání majetkové báze a rovněž kapitálu, který do podnikatelské činnosti zapojil. Těžištěm je část provozní, která dává obraz o tom, co skutečně podnik vyprodukoval z výrobní kapacity.

Výkaz peněžních toků (cash flow) – v tomto výkazu jsou podchyceny příjmy a výdaje společnosti. Posláním tohoto výkazu je zachytit, kde peněžní prostředky vznikly a jak byly podnikem použity. Konkrétně to znamená, že se orientujeme na určení zdrojů a užití peněžních prostředků, příp. jejich ekvivalentů za určité období; znázorňujeme pomocí toku finančních prostředků jako důsledku realizace investičních a rozhodovacích procesů v podniku. Účelem výkazu cash flow je tedy jednak popsat vývoj finanční situace za sledované období, jednak identifikovat příčiny změn ve finanční pozici podniku.

Pro sestavení výkazu cash flow je možno použít metodu přímou, která se opírá o sled toku peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů za dané období nebo metodu nepřímou, ve které jsou východiskem změny v rozvaze, nepeněžní transakce a další operace prováděné podnikem.

Propočet poměrových ukazatelů

Mezi pracovní prostředky zabývající se finanční analýzou patří metoda absolutní a relativní. **Metoda absolutní** spočívá ve vzájemném srovnávání absolutních údajů za různá období a ve spočítání rozdílů mezi nimi, čímž se získá názornější přehled skutečných změn, které nastaly v jednotlivých účetních položkách. **Metoda relativní** vyjadřuje: změnu v určité položce v procentech nebo indexem; strukturu aktiv a pasiv rozvahy či položek výsledovky v procentech; poměr dvou různých položek v účetních výkazech poměrovým ukazatelem, který je základním metodickým nástrojem finanční analýzy a kterým se budeme zabývat v následujícím textu.

Poměrové ukazatele konstruujeme z údajů získaných z účetních výkazů. Tyto ukazatele mohou rovněž podléhat dalším rozborům – např. pyramidové rozklady. Můžeme je rozdělit do několika skupin: ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a ukazatele kapitálového trhu. Každá skupina se váže k některému aspektu finančního stavu podniku. Výběr konkrétních ukazatelů při provádění analýzy pak záleží na druhu řešeného problému nebo rozhodnutí. V případě potřeby rychlého vyhodnocení komplexní situace podniku je vhodné se zaměřit zejména na reprezentativní ukazatele z jednotlivých skupin, tj. takové, které nevyžadují velké množství údajů a poskytují dostatek informací.

Analýza rentability (výnosnosti)

Ukazatele rentability poměřují zisk ke vloženému kapitálu. Rentabilita tak měří schopnost podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu a slouží jako hlavní kritérium pro alokaci kapitálu.

Rentabilita úhrnných vložených prostředků (ROA - return on assets) – jestliže je používán ve tvaru EBIT, hovoříme o produkční síle. Měří tedy, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.1)$$

EBIT = Provozní hospodářský výsledek před zdaněním + nákladové úroky

Rentabilita vlastního kapitálu (return on equity - ROE) – vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého akcionáři. Hodnota ukazatele by měla být vyšší než výnosnost bezrizikové investice. Situace, kdy hodnota ukazatele je nižší než výnosnost státních cenných papírů (běžná úroková míra), není z pohledu podniku dlouhodobě udržitelná.

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.2)$$

Z daných vztahů vyplývá podmínka pozitivního efektu dluhového financování:

i (úroková sazba cizích zdrojů) < ROA < ROE

Rentabilita tržeb (zisková marže, return on sales - ROS) – vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb (bereme v úvahu tržby za zboží, výrobky a služby) – tedy kolik zisku vyprodukuje podnik každou jednou korunou tržeb. Vysoká ziskovost tržeb je převážně výsledkem dobré kontroly nákladů, hospodárnosti při vynakládání prostředků, při spotřebě kapitálu.

$$ROS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.3)$$

Analýza aktivity (dílčí ukazatele vázanosti kapitálu)

Jedná se o ukazatele typu rychlost obratu (udávají počet obratu za rok) a doba obratu (ve dnech).

Ukazatele aktivity jsou zdrojem informací o tom, jak efektivně firma pracuje se svými aktivy. Vyjadřují relativní vázanost peněžních prostředků v jednotlivých složkách majetku.

Rychlost obratu zásob

Vypovídá o tom, kolikrát se zásoby přemění v ostatní formy oběžného majetku až po prodej hotových výrobků a opětovný nákup zásob.

$$\text{Rychlost obratu zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{prům. zásoby}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.4)$$

Doba obratu zásob

Udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Vyjadřuje intenzitu využití zásob. Snížení hodnoty ukazatele může znamenat efektivnější využití zásob, na druhé straně však může být znakem podkapitalizování podniku.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad (1.5)$$

Rychlost obratu pohledávek

Je to poměr tržeb a průměrného stavu pohledávek a vyjadřuje, jak rychle jsou pohledávky přeměňovány v peněžní prostředky.

$$\text{Rychlost obratu pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{prům. pohledávky}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.6)$$

Doba obratu pohledávek

Vyjadřuje, kolik dní se majetek podniku vyskytuje ve formě pohledávek, resp. za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny (tzv. průměrné inkasní období). Ukazatel vypovídá o platební disciplíně odběratelů a slouží k vyhodnocení inkasní politiky podniku.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad (1.7)$$

Adekvátně počítáme na straně pasiv i rychlost a dobu obratu krátkodobých závazků. Ke krátkodobým závazkům bývají přičítány i krátkodobé úvěry.

$$\text{Rychlost obratu krátkodobých závazků} = \frac{\text{tržby}}{\text{prům. závazky}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.8)$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad (1.9)$$

Doba obratu závazků vyjadřuje dobu trvání závazků, od okamžiku jejich vzniku až do úhrady, tudíž platební kázeň podniku vůči dodavatelům. Význam ukazatele spočívá v jeho porovnání s ukazatelem doby obratu pohledávek, což vypovídá o tom, zda my úvěrujeme naše odběratele, nebo dodavatelé úvěrují nás. Jedná se o tzv. pravidlo solventnosti:

doba obratu pohledávek < doba obratu závazků.

Z uvedených ukazatelů pak můžeme vypočítat čistý provozní cyklus, který vyjadřuje počet dní, jež firma potřebuje k navrácení peněz investovaných do zásob a pohledávek, a bere přitom v úvahu, že nákup může být kreditní:

$$\text{čistý provozní cyklus} = \text{DO zásob} + \text{DO pohledávek} - \text{DO závazků}. \quad (1.10)$$

Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti vycházejí ze skutečnosti, že podnik používá k financování své činnosti i cizí zdroje. Používání cizích zdrojů ovlivňuje celkovou výnosnost i riziko. Ukazatele zadluženosti poskytují informace o finanční stabilitě firmy. Podnik používá i cizí kapitál, protože očekává, že výnos, který tím získá, i výnosnost celkového vloženého kapitálu bude vyšší než náklady spojené s jeho použitím (tedy úrok z cizího kapitálu). Jedním ze základních problémů finančního řízení podniku je proto vedle stanovení celkové výše potřebného kapitálu i volba jeho správného složení.

K hodnocení finanční struktury se používá několik ukazatelů zadluženosti, které jsou odvozeny z rozvahy, vycházejí z rozboru vzájemných vztahů mezi položkami závazků, vlastního kapitálu a celkového kapitálu.

Ukazatel věřitelského rizika

Vyšší hodnota vyjadřuje vysokou zadluženost podniku, vyšší riziko věřitelů i akcionářů, cizí zdroje se stávají dražší. Jeho vysoká hodnota je pro akcionáře nepříznivá, pokud výnosnost celkového kapitálu vloženého do podniku je nižší než úrok placený věřitelům – tedy je porušena podmínka pozitivního efektu dluhového financování.

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{celkové závazky}}{\text{aktiva}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.11)$$

Finanční nezávislost

Tento ukazatel je doplňkovým ukazatelem k předchozímu ukazateli, jejich součet se zhruba rovná 1 (v procentním vyjádření 100 %). Spolu s ukazatelem solventnosti (běžné likvidity) bývá považován za nejvýznamnější ukazatel pro hodnocení celkové finanční situace podniku. Jeho převrácená hodnota se nazývá finanční páka.

$$\text{Finanční nezávislost} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.12)$$

Zadluženost vlastního kapitálu

Obecně platí, že jeho hodnota by se měla pohybovat do 100 %. Vyšší hodnota je možná dočasně, trvale vyšší hodnotu si mohou dovolit pouze firmy s bezpečnými a stabilními příjmy. Při výpočtu by k objemu závazků měly být přičteny i leasingové závazky (nejsou uvedeny v rozvaze). Převrácená hodnota ukazuje se jmenuje míra finanční samostatnosti.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{celkové závazky}}{\text{vlastní kapitál}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.13)$$

Úrokové krytí

Je jedním z ukazatelů, které hodnotí dopad zadlužení na zisk. Podniky, které dosahují vyššího růstu tržeb a zisku, mohou ve větším rozsahu využívat cizí kapitál, protože budou schopny platit úroky. Naopak podniky, ve kterých dochází k poklesu tržeb a zisku, by se měly vyhnout většímu podílu závazků, z nichž je nutné platit úrok. Neschopnost hradit úrokové platby ze zisku může být znakem blížícího se úpadku podniku. V amerických průmyslových podnicích se hodnota ukazatele pohybuje kolem 8.

Převrácená hodnota tohoto ukazatele v procentním vyjádření představuje úrokové zatížení (tedy kolik provozního zisku odčerpají úroky).

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{placené úroky}} \quad (\%) \quad (1.14)$$

Analýza likvidity

Ukazatelé likvidity vyjadřují schopnost podniku splácet své závazky, zaměřují se na rozbor vzájemných vztahů mezi oběžnými aktivy jako nejlikvidnější skupinou aktiv a krátkodobými závazky splatnými do 1 roku. Ohledně likvidity je nutné rozlišovat následující pojmy:

solventnost – schopnost podniku získat prostředky na úhradu svých závazků;

likvidita – momentální schopnost uhradit splatné závazky;

likvidnost – vyjadřuje míru obtížnosti transformovat konkrétní majetek do hotovostní formy (tedy týká se jednotlivých složek majetku firmy, které jsou v rozvaze seřazeny podle likvidnosti).

Běžná likvidita (ukazatel solventnosti)

Vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku, tedy kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby proměnil veškerá oběžná aktiva v daném okamžiku v hotovost. Vyšší hodnota odráží vyšší pravděpodobnost zachování platební schopnosti podniku. Vypovídací schopnost je však také závislá na struktuře oběžných aktiv a likvidnosti jednotlivých druhů oběžných aktiv (hlavně pohledávek). Nebere také v úvahu strukturu krátkodobých závazků z hlediska doby splatnosti.

Tento ukazatel má tedy význam především pro krátkodobé věřitele podniku a poskytuje jim cennou informaci do jaké míry jsou jejich krátkodobé investice chráněny hodnotou majetku.

Obecně je doporučována hodnota v rozmezí 1,5 – 2,5.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžný majetek}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.15)$$

Pohotová likvidita

Oproti předchozímu ukazateli bere v úvahu strukturu oběžných aktiv z hlediska likvidnosti a zvyšuje vypovídací schopnost tím, že odstraňuje vliv zásob jako nejméně likvidní složky oběžného majetku. Poměří pohotová oběžná aktiva ke krátkodobým závazkům. Čítec ukazatele je vhodné opravit o nedobytné pohledávky, případně o pohledávky, jejichž dobytost je pochybná (pohledávky po lhůtě splatnosti), neboť likvidnost této části majetku je velmi nízká.

Pokud je podstatně nižší než běžná likvidita, upozorňuje na nadměrnou váhu zásob ve struktuře aktiv podniku. Vysoká hodnota je příznivější z hlediska věřitelů než vedení podniku nebo akcionářů, neboť v takovém případě je značný objem oběžných aktiv vázán ve formě pohotových prostředků, které přinášejí jen malý úrok.

Doporučená hodnota: 1,0 – 1,5 (minimálně 1,0)

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžný majetek} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.16)$$

Peněžní likvidita (cash-position ratio)

Bezkompromisně ukazuje schopnost podniku pokrýt krátkodobé závazky. Krátkodobý finanční majetek zahrnuje peníze v hotovosti, na bankovních účtech a ostatní krátkodobý finanční majetek, součástí krátkodobých závazků jsou i běžné bankovní úvěry.

$$\text{Hotovostní likvidita} = \frac{\text{finanční majetek krátkodobý}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.17)$$

1.4.2.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Můžeme konstatovat, že u většiny metod pro oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud je to jen trochu možné, mělo by dojít k rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná. Zároveň bychom měli z výnosů a nákladů vyřadit ty, které souvisejí právě s provozně nepotřebnými aktivy.

Důvody pro rozčlenění majetku [6]:

- část majetku vůbec nemusí být využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy (např. nevyužité pozemky; peněžní prostředky ve větším než provozně potřebném rozsahu; dlouhodobě držené akcie nevyplácející dividendy apod.). Po ocenění takového majetku může dojít k podcenění, nebo nebude takovýto majetek oceněn vůbec.
- vyčlenit by se měla aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.
- rozdíl v ocenění: **provozně potřebná aktiva** zůstanou nadále součástí podniku a budeme je tedy oceňovat například výnosově na základě výnosů a **aktiva nesloužící k hlavnímu provozu** budeme oceňovat odděleně podle jednotlivých položek. V úvahu přicházejí tyto možnosti: pro aktiva přinášející výnos (především finanční aktiva), použijeme obvyklé metody výnosového ocenění; pro aktiva, která je možné a účelné pronajmout, bude základem výnosové ocenění na principu obvyklého nájemného; v ostatních případech je nejvhodnější ocenění na úrovni výnosu z prodeje aktiva, tedy tržní hodnota; nebo se může jednat o nouzové řešení a to ocenění na základě účetní hodnoty. Na závěr se zjištěná hodnota neprovozních aktiv přičte k provozní části.

1.4.3 Přehled metod pro finanční ocenění podniku

Finanční ocenění podniku si klade za cíl vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Výsledná hodnota, kterou hledáme, se většinou opírá o použití více oceňovacích metod.

V zásadě existují 3 okruhy oceňovacích metod [6]:

1) ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody);

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.
- Kombinované výnosové metody.
- Metoda ekonomické přidané hodnoty.

2) ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody);

- Ocenění na základě tržní kapitalizace.
- Ocenění na základě srovnatelných podniků.
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí.
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu.

3) ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění);

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen.
- Likvidační hodnota.
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen.
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů.

2 METODY PRO OCEŇOVÁNÍ

2.1 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ (VÝNOSOVÉ METODY)

Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.

2.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda „entity“, která vychází z peněžních toků pro vlastníky a věřitele;
- metoda „equity“, která vychází z peněžních toků pouze pro vlastníky;
- metoda „APV“, která vychází z peněžních toků pro firmu se zvlášť vyčleněnou hodnotou daňového štítu.

Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“, nebo v mezinárodní terminologii hodnotu „vlastního kapitálu“. Jednotlivé metody se však liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme.

Dále se zaměříme na nejvíce používanou metodu DCF entity. Stanovení hodnoty se pak skládá z několika kroků.

Prvním z kroků bude určení tzv. volného peněžního toku pro akcionáře a věřitele, tj. peněžní tok do podniku jako celku. V angličtině nese označení FCFF – free cash flow to firm. Východiskem je zde produkce peněz v podniku – tedy provozní peněžní tok.

Schéma výpočtu FCFF může mít následující podobu [4]:

Tržby
- Náklady (bez nákladových úroků)
= Čistý příjem z operací
- Daně
= EBIT po zdanění
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním výsledku hospodaření, jež nejsou výdaji
v běžném období

= Cash flow z operací
 - Δ pracovního kapitálu
 - Investice
 = **Volný peněžní tok (FCFF)**

Dalším krokem je stanovení určité diskontní míry. Při metodě DCF entity považujeme za diskontní míru průměrné vážené náklady kapitálu (WACC – weighted average capital costs), které vypočteme dle vzorce:

$$WACC = n_{ck} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K}; \quad (2.1)$$

kde: WACC = průměrné vážené náklady kapitálu;

n_{ck} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál);

d = sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný subjekt;

CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku, ale pouze úročeného;

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podnik (náklady na vlastní kapitál) u při dané úrovni zadlužení,

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu;

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$.

Váhy jednotlivých složek kapitálu jsou dány poměrem vlastního kapitálu k celkovému investovanému kapitálu, resp. úročených cizích zdrojů k celkovému investovanému kapitálu. Náklady na cizí kapitál propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Odhadnout náklady na vlastní kapitál je obvykle mnohem složitější, lze k tomu využít například metody tržní hodnoty jako je historické beta, metoda analogie nebo nezávislá prognóza beta na základě zvolených faktorů, nebo metodu stavebnicovou (viz. příloha 4).

Pro samotný výpočet hodnoty podniku lze využít dvou nebo třífázovou metodu propočtu (budoucí vývoj podniku se účelně rozděluje na tři části).

V praxi je obvyklejší tzv. dvoufázová metoda, kterou lze rozdělit do dvou fází. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna, neboť pracuje s předpokladem „going concern“ – jež vyjadřuje nekonečně dlouho fungující podnik.

Brutto hodnotu podniku pak určíme dle vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}; \quad (2.2)$$

kde: H_b = hodnota podniku;

T = délka první fáze v letech;

$FCFF_t$ = volný peněžní tok pro rok t ;

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC;

PH = pokračující hodnota.

Pokračující hodnotu vypočteme následovně:

$$PH = T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}; \quad (2.3)$$

$$FCF_{T+1} = FCF_T \cdot (1+g); \quad (2.4)$$

kde: T = poslední rok prognózovaného období;

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna; podmínkou je aby $i_k > g$.

Lze-li odhadnout budoucí peněžní toky, je tato metoda považována za jednu z nejoptimálnějších pro stanovení hodnoty podniku, resp. jeho budoucího výnosového potenciálu.

2.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Výše zmíněná metoda je metodou „netto“ (nebo „equity“), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu. Jsou rozlišovány **dvě varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů**, a to v závislosti na tom, jak jsou chápány tyto čisté výnosy:

Varianta 1: je rozšířená v akademických kruzích. Podstatou je, že čistý výnos podniku má být určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji (tj. peněžní tok).

Varianta 2: jedná se o „variantu praktiků“. Byla zpracována institutem auditorů (Institut der Wirtschaftsprüfer – IDW). Odlišuje se od první varianty tím, že čistý výnos je odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů.

Postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je následující [6]:

1) *Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku*

Úpravy účetních výkazů za minulost zahrnují: vydělení významných položek nákladů a výnosů, které plynou z majetku provozně nepotřebného; je nutno dbát na to, aby náklady a výnosy byly zaúčtovány do období, ke kterému se věcně a časově vztahují; eliminovat jednorázové výnosy a náklady; rozložit na příslušná období nepravidelné výnosy a náklady; náklady účtované v minulosti, jejichž výsledky lze ale očekávat až v budoucnosti, je třeba rozložit na celé období; je třeba zohlednit náklady opominuté z úsporných nebo jiných důvodů; apod.

2) *Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů*

Existují dvě varianty: paušální a analytická metoda. Standardy, ale jako základní považují metodu analytickou. Východiskem je finanční plán.

3) *Odhad kalkulované úrokové míry*

Kalkulovaná úroková míra má jeden základní úkol – vyjádřit výnosnost alternativního použití kapitálu (spotřeba, splátky úvěru, jiné investice), kterou má investor k dispozici. V praxi se pro zjednodušení vychází z porovnání s jinými možnými investicemi. Konkrétní volba by pak měla odpovídat funkci, ve které je konkrétní oceňovatel.

a) kalkulovaná úroková míra pro objektivizovanou hodnotu – základní úroková míra (tj. bezriziková úroková míra) není jednoznačně vymezena. Je možné ale vycházet z průměrné

výnosnosti státních obligací, která je nižší než výnosnost obligací nejvíce bonitních podniků. Podle zavedené praxe v ČR se doporučuje vycházet z aktuální průměrné výnosnosti státních obligací k datu ocenění. Nesmíme také zapomenout stanovit rizikovou přírážku, která musí vzít v úvahu jak rizika trhu a odvětví, tak individuální rizika podniku.

b) kalkulovaná úroková míra pro subjektivní ocenění – orientuje se na individuální poměry konkrétního investora.

Je důležité si uvědomit, že u paušální metody je nutné úrokovou míru očistit o inflaci. Důvodem je, že se v této metodě počítá se stálými cenami. Výpočet je následující: aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění – předpokládaná inflace + + riziková přírážka.

4) *Vlastní propočet výnosové hodnoty, a to : analytickou nebo paušální metodou*

Vycházíme ze skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku – tzv. trvale odnímatelné čisté výnosy, jejich výpočet je dán vzorcem:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t ; \quad (2.5)$$

kde: $\check{C}V_t$ = minulé upravené čisté výnosy;

Q_t = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu;

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

a) Analytická metoda,

Jestliže předpokládáme **trvalou existenci podniku**, můžeme použít dvoufázovou metodu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t * (1 + i_k)^{-t} + \frac{TV\check{C}}{i_k} * (1 + i_k)^{-T} ; \quad (2.6)$$

kde: H_n = hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu;

$\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy;

T = délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (první fáze);

$TV\check{C}$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu v druhé fázi uvažovaného horizontu (předpokládáme stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů);

i_k = kalkulovalná úroková míra.

Nebo třífázovou metodu:

$$H_n = \sum_{t=1}^m \check{C}V_t * (1 + i_k)^{-t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \check{C}V_t * (1 + i_k)^{-t} + \frac{TV\check{C}}{i_k} * (1 + i_k)^{-(m+n)}; \quad (2.7)$$

Pro **omezenou životnost podniku**, použijeme výraz:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t * (1 + i_k)^{-t} + \frac{L_T}{(1+i_k)^n}; \quad (2.8)$$

kde: L_T = likvidační hodnota podniku na konci roku T.

b) Paušální metoda,

tato metoda se týká spíše menších podniků, které mají nějakou minulost, ale jejichž budoucnost nelze odhadnout (např. podniky pracující na zakázku).

Výnosovou hodnotu vypočítáme takto :

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k}; \quad (2.9)$$

kde: H_n = hodnota podniku netto;

i_k = kalkulovalná úroková míra;

$T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos.

2.1.3 Kombinované výnosové metody

Metoda střední hodnoty

Tato metoda je často využívána v německy mluvících zemích. Hodnota podniku se stanoví jako aritmetický průměr výsledků metody kapitalizovaných čistých výnosů a výsledků metody substanční. Jelikož substanční hodnota může mít v odlišných odvětvích různý význam, doporučuje se nezjišťovat hodnotu podniku jako prostý aritmetický průměr, nýbrž jako průměr vážený, kde váhy vyjadřují význam substanční hodnoty v daném odvětví. Je nutné mít na paměti, že kombinaci těchto metod lze použít pokud se od sebe vypočtené hodnoty příliš neliší (rozdíl v rozmezí 5 až 10%).

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Východiskem této metody je hodnota firmy. Ta je chápána jako rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. Základem pro její výpočet je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos (tzn. rozdíl mezi celkovým čistým výnosem a čistým výnosem, který bychom obdrželi při normálním zúročení vloženého kapitálu).

2.1.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze využít nejen jako metodu pro oceňování podniku, ale také jako nástroj finanční analýzy nebo řízení podniku. Jejím základním principem je, že měří tzv. **ekonomický zisk**. Toho lze dosáhnout tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu. Zjednodušeně řečeno: jestliže podnik vykazuje kladný účetní zisk (to je zisk snížený o placené úroky jako náklady na cizí kapitál), může vykazovat ekonomický zisk pouze tehdy, jestli je účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál.

Základní výpočet ukazatele EVA [6]

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital} * \text{WACC} \quad (2.10)$$

NOPAT = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po odpočtu upravených daní (nezahrnují náklady a výnosy nesouvisející

s hlavním provozem; předpokladem je, že byl podnik financován jen vlastním kapitálem apod.).

Capital = kapitál vázaný v aktivech, která jsou nutná pro dosažení operačního zisku. Taktéž nazývaná NOA – net operating assets, čistá operační aktiva.

(NOPAT by pak měl obsahovat takové výnosy a náklady, které souvisejí s čistými operačními aktivy.)

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

Propočet NOA – východiskem je rozvaha, kterou je nutno následovně upravit: je třeba z celkových aktiv oddělit neoperační aktiva, je nutné aktiva snížit o neúročený cizí kapitál, vyloučit mimořádné položky a účetní aktiva převést na „skutečná“ aktiva.

Určení NOPAT – základem je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou tedy aktiva zařazeny do NOA, je nutné aby jejich náklady a výnosy byly zařazeny do výpočtu NOPAT.

Stanovení hodnoty použitím EVA

Postup výpočtu pro stanovení hodnoty podniku pomocí metody EVA je shodný s postupem při výpočtu pomocí metody DCF (existence variant: entity, equity a APV). Stejně jako u metody DCF se budeme zabývat metodou entity. V první fázi je vypočtena hodnota aktiv (hodnota pro vlastníky i věřitele). Odečtením úročeného cizího kapitálu je pak vypočteno ocenění pouze pro vlastníky.

Schéma výpočtu pomocí metody EVA [6]

Čistá operační aktiva

+ Tržní přidaná hodnota (MVA)

= **Tržní hodnota operačních aktiv**

+ Tržní hodnota neoperačních aktiv

- Tržní hodnota úročených závazků

= **Tržní hodnota vlastního kapitálu**

Podstatnou úlohu v tomto výpočtu hraje tržní přidaná hodnota (MVA). Tato hodnota odráží očekávání trhu ohledně perspektivy společnosti. MVA je současná hodnota budoucích EVA.

Pro výpočet se obvykle používá dvoufázová metoda známá z modelu DCF. Druhá fáze bývá často počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna. Postup výpočtu hodnoty podniku lze shrnout do vzorce:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0; \quad (2.11)$$

kde: H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto);

EVA_t = EVA v roce t ;

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění;

NOA_{t-1} = čistá operační aktiva k počátku roku t ;

$NOPAT_t$ = operační výsledek hospodaření po dani v roce t ;

T = počet explicitně plánovaných EVA;

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu;

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění;

A_0 = neoperační aktiva k datu ocenění.

2.2 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU (TRŽNÍ METODY)

Tyto metody jsou lidem nejbližší. Nejjednodušším způsobem totiž je, zjistit za kolik se určitá věc v daném období obvykle prodává.

2.2.1 Ocenění na základě tržní kapitalizace

V praxi se můžeme setkat s oceněním akciové společnosti, s jejímiž akciemi se běžně obchoduje. Z toho vyplývá, že máme k dispozici tržní cenu akcií. Vynásobením počtu akcií s aktuální cenou, získáme tzv. tržní kapitalizaci, která je často ztotožňována s tržní hodnotou podniku. Skutečnost, je ale jiná. Pro tržní hodnotu nemůžeme použít poslední tržní cenu, ale je třeba vycházet z průměrné ceny za poslední období, jehož délka závisí na zkušenosti oceňovatele a také charakteru trhu. Rovněž není obvykle v daný okamžik nabídnuto k prodeji

100 % akcií, ale obchoduje se pouze s určitou částí celku. Cena těchto akcií pak může být i výrazně podhodnocena či nadhodnocena.

Ze zkušeností z vyspělých kapitálových trhů také vyplývá, že při koupi většího podílu akcií je cena obvykle vyšší oproti předcházejícímu stavu asi o 20 – 50 %. Toto navýšení představuje prémii buď za možnost kontrolovat chod společnosti nebo v souvislosti s náklady zastoupení. Zdrojem výplat premií rovněž bývá přírůstek hodnoty zúčastněných společností, při vzniku tzv. synergie.

Tato forma oceňování podniků připadá v úvahu pouze na dobře fungujících kapitálových trzích a je možná jen u omezeného počtu akciových společností.

2.2.2 Ocenění na základě srovnatelných podniků

Při tomto přístupu se srovnává oceňovaný podnik s těmi podniky, které již byly k nějakému okamžiku oceněny. Ve většině případů se jedná o situaci, kdy je oceňována akciová společnost, jejíž akcie nejsou obchodovány nebo jejich cenu nemůžeme nebo nechceme z nějakého důvodu použít. Pro srovnání pak vybíráme takové podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Je nutné mít na paměti, že tímto způsobem jsou oceněny pouze jednotlivé podíly (akcie).

2.2.3 Ocenění na základě srovnatelných transakcí

Tento postup je obdobný předchozímu. Odlišuje se tím, že zde vycházíme při ocenění z ceny již skutečně zaplacené při prodeji jiných podniků. Metoda srovnatelných transakcí má všeobecně širší použití. Je možné ji použít při prodejkách menších podniků a také ji lze využít nejen při oceňování akciových společností.

2.3 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU (MAJETKOVÉ OCENĚNÍ)

Toto ocenění vede ke zjištění tzv. substance, neboli substanční hodnoty, co jinými slovy znamená zjištění majetkové podstaty podniku. Jedná se tedy o souhrn individuálně oceněných položek majetku snížených o sumu individuálně oceněných závazků.

5.3.1 Likvidační hodnota

Tato hodnota se zjišťuje v případě, kdy je majetek podniku nějakým způsobem rozdělen, rozprodán, popřípadě zlikvidován. Můžeme konstatovat, že toto ocenění lze označit i jako metodu výnosovou, protože hodnota podniku bude dána předpokládanými příjmy z likvidace. Nebudou to ale příjmy z podniku jako funkčního celku, nýbrž příjmy z odprodeje nebo likvidace jednotlivých majetkových položek. Jedná se tak o ocenění převážně statické, orientované na možnosti trhu vstřebat podnikový majetek.

Výpočet likvidační hodnoty se zdá být velmi jednoduchý, ale bohužel z praktického hlediska se tak nejeví. Je zapotřebí totiž odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vstřebat a za jaké ceny. Problémem je určit např. hodnotu specializovaného majetku (speciální stroje, zařízení, tovární haly apod.). Likvidační hodnota se převážně používá v případech ocenění podniků s omezenou životností; ocenění podniku ztrátových; při ocenění, kdy je likvidační hodnota vyšší než např. ocenění výnosovou hodnotou; může být i měřítkem jistoty kapitálu investovaného do podniku nebo být použita pro ocenění neprovozního majetku (tzn. ocenění vybraných majetkových položek).

Konečnou likvidační hodnotu pak zjistíme jako rozdíl mezi příjmy z prodeje majetku a výdaji, jež zahrnují úhradu dluhů podniku a úhradu nákladů na likvidaci, případně ještě upravena o příjmy nebo výdaje související s činností podniku do skončení likvidace.

2.3.2 Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen

Zde vycházíme z tzv. historických cen, tzn. z cen za kolik byl majetek skutečně pořízen. Základním podkladem pro stanovení tohoto ocenění jsou výstupy účetnictví, které musí podnikatelské jednotky ze zákona povinně sestavovat. Jedná se především o rozvahu, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku. Hodnotu netto nám vyjadřuje položka vlastního kapitálu.

Použití pouze této metody je nepřesné, avšak je tato metoda dobrou výchozí informací pro oceňovatele a také základnou pro posuzování výsledného ocenění.

2.3.3 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

V tomto případě vycházíme z ceny, za kterou bychom znovu vybudovali podnik, který je předmětem našeho zájmu. Zde je třeba rozlišovat **substanční hodnotu brutto**, kterou

získáme zjištěním reprodukčních cen stejného případně obdobného majetku a snížíme jej o opotřebení a **substanční hodnotu netto**, kterou vypočteme pokud od hodnoty brutto odečteme dluhy, jedná se tedy o ocenění vlastního kapitálu.

Zde musíme rovněž rozlišovat situaci, kdy jsme schopni ocenit veškerá hmotná i nehmotná aktiva a kdy ne. Pokud bychom vyčíslili všechny náklady na znovuvybudování podniku, hovoříme o tzv. úplné substanční hodnotě, ale pokud do výpočtu zahrneme pouze samostatně vymezitelný a manipulovatelný majetek, mluvíme o substanční hodnotě. Samozřejmostí je, že v praxi převládá druhý výše zmíněný případ.

Tak jako u výnosového ocenění je základnou provozně nutný majetek. Tudiž u majetku, který není potřebný k provozu, zjišťujeme cenu, za kolik bychom jej mohli prodat.

Substanční hodnota může sloužit jako základ pro stanovení rozsahu zastavitelného majetku podniku; může být použita pro ocenění podílů v kapitálových společnostech; může být doplňkovým údajem pro výnosové ocenění; je možné ji použít jako součást odhadu celkové hodnoty podniku; apod.

2.3.4 Substanční hodnota na principu úspory nákladů

V tomto případě je rozhodující odhad investičních výdajů investora pro vybudování podniku s odpovídajícími kapacitami. Hodnota majetkové podstaty je dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům.

3 ÚDAJE O OCEŇOVANÉM PODNIKU

3.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI

Obchodní firma: Ocel, a. s.

Tato obchodní firma představuje smyšlený název pro skutečnou společnost, jež si vzhledem k citlivosti poskytovaných informací nepřála být zveřejněna.

Právní forma: Akciová společnost.

Lokalizace: Moravskoslezský kraj.

Předmět podnikání: výrobce ocelových trubek a profilů. Pro zajištění výroby zabezpečuje společnost řadu dalších činností v oblasti energetiky, dopravy, údržby a v jiných obslužných profesích.

3.2 HISTORIE SPOLEČNOSTI

Společnost byla založena v roce 1918. V té době se zabývala výrobou vagónů. Kolem roku 1930 začala výroba závitových trubek, otevřených a uzavřených profilů, tedy sortiment, který je hlavním programem společnosti i v současné době.

3.3 VIZE SPOLEČNOSTI

Společnost se bude snažit dosahovat v průběhu strategického období takové ekonomické výstupy, které povedou k růstu tržní hodnoty firmy, zabezpečí její likviditu a vyšší zisku, umožní výplatu přiměřených dividend i potřebný technický rozvoj. Základem úspěchu firmy bude neustálé zvyšování a prohlubování kvalifikace, motivace a spokojenosti zaměstnanců, společnost bude využívat práce dílčích odborných týmů v projektových řešeních a postupně zavádět moderní metody řízení.

Firma bude nadále zajišťovat výrobu trubek a profilů z ocelí běžných obchodních jakostí a provedení jak dle základních norem, tak se zpřístupněnými požadavky dle přání zákazníků.

3.4 CERTIFIKÁTY:

Společnost je držitelem těchto certifikátů:

Certifikát pro systém managementu jakosti dle ISO/TS 1694:2002;

Certifikát pro systém managementu jakosti dle EN ISO 9001:2000;

Certifikát pro systém environmentálního managementu dle EN ISO 14001:2004.

3.5 ZÁKLADNÍ KAPITÁL A ORGÁNY SPOLEČNOSTI

Základní kapitál: 598 105 000,00 Kč

Jmenovitá hodnota akcie: 1 000,00 Kč

Orgány společnosti: Představenstvo, které se skládá z předsedy, místopředsedy a tří členů. Dozorčí rada, kterou zastupuje předseda a pět členů a v neposlední řadě Management, který zahrnuje: generálního, obchodního, ekonomického, personálního a výrobně technického ředitele.

3.6 ZAMĚSTNANOST A KVALIFIKACE

Tab. 3.1 *Přehled zaměstnanců*

Údaje k datu	Celkový počet zaměstnanců	Z toho řídící pracovníci	THP celkem	Dělníci a ostatní
2.1. 2004	897	6	164	727
2.1. 2005	841	6	152	683
2.1. 2006	787	4	113	670

Pramen: výroční zpráva oceňované společnosti

4 STRATEGICKÁ ANALÝZA

4.1 MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE¹⁰

Vzhledem k tomu, že makroekonomický vývoj v zemi velmi výrazně, ať už přímo či nepřímo, ovlivňuje hospodaření všech subjektů, je zapotřebí při stanovení diagnózy podniku vzít v potaz také vývoj a predikci základních ekonomických ukazatelů, jako je: HDP, inflace, platební bilance a směnný kurs, mzdy a nezaměstnanost.

4.1.1 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt se v roce 2006 zvýšil meziročně reálně o 6,4 % stejně jako v roce 2005. Výrazně se však změnila struktura růstu. Zatímco v roce 2005 mělo klíčovou roli v ekonomickém růstu výrazné zlepšení exportní výkonnosti ekonomiky, v roce 2006 to naopak byly výdaje na konečnou spotřebu a tvorba hrubého kapitálu. V roce 2006 můžeme hovořit o stabilizovaném ekonomickém růstu, což dokazuje, že ekonomika ve všech čtvrtletích rostla shodným tempem (tj. mezičtvrtletně o +1,4%).

Na oceňovaný podnik má stabilní růst HDP pochopitelně velmi pozitivní vliv. Dá se předpokládat, že v nejbližších letech si ekonomika zachová podobný stabilní růst, což dává perspektivu pro růst podniku, jeho odbytu a tržeb.

Tab. 4.1 Vývoj HDP

U k a z a t e l	2004	2005	2006	2007
HDP (mld. Kč, b. c.)	2 814,8	2 987,7	3 231,6	3557,7
HDP (% , r/r, reálně)	4,5	6,4	6,4	6,5

Pramen: Český statistický úřad

V roce 2007 HDP vzrostl meziročně reálně o 6,5 %, tedy nejvíce od vzniku samostatné České republiky. Podílelo se na tom zejména zvýšení hrubé přidané hodnoty a dílčím zdrojem růstu byl i vývoj daní z produktů.

V predikci na další léta se očekává, že příznivý makroekonomický vývoj bude nadále pokračovat, ovšem na nižší úrovni. Reálný růst HDP by měl v roce 2008 dosáhnout úrovně 4,7 %. Tento růst bude tažen zrychleným růstem investiční aktivity, vliv výsledků

¹⁰ Zpracováno z údajů Ministerstva průmyslu a obchodu, Ministerstva financí a Českého statistického úřadu

zahraničního obchodu bude nižší, spotřeba domácností se naopak projeví snížením oproti roku 2007. V roce 2009 dojde k udržení růstu na cca 5,1 %, což zhruba odpovídá růstu potenciálního produktu. Bude pokračovat přibližování české ekonomiky k úrovni vyspělých evropských zemí.

4.1.2 Míra inflace

Česká republika se mírou inflace (měřeno indexem spotřebitelských cen) zařazuje mezi vyspělé ekonomiky s trvale nízkou inflací.

Nízkoinflační prostředí v ČR se v roce 2005 projevilo průměrnou roční mírou inflace ve výši 1,9 %. Mírné zrychlení inflace v roce 2006 na 2,5%, šlo vedle administrativních opatření především na vrub cen energií a potravin. Ceny zboží vzrostly o 2,0 % a ceny služeb o 3,5 %. Tak jako v předchozích letech rostly ceny zboží pomaleji než ceny služeb, což odráží vyšší intenzitu konkurenčních sil působících na mezinárodních trzích se zbožím. Významnou roli hraje i vysoká úroveň konkurenčního prostředí na spotřebitelském trhu.

Tab. 4.2 *Vývoj míry inflace*

U k a z a t e l	2004	2005	2006	2007
Míra inflace	2,8	1,9	2,5	2,8
Ceny průmyslových výrobců	5,7	3,0	1,6	4,1
Ceny stavebních prací	3,7	3,0	2,9	4,1

Pramen: Český statistický úřad

Ceny průmyslových výrobců se v roce 2006 meziročně zvýšily jen o 1,6 %. Již třetí rok se prosazovala tendence ke zpomalení tempa růstu cen průmyslových produktů. Nemalý vliv na nízký růst cen průmyslových výrobců měly jistě i deflační tlaky generované posilováním koruny.

Můžeme říci, že inflace se výrazným způsobem projevuje v hospodaření podniku. Silně ovlivňuje vstupy podniku, které se následně promítají do výstupů v podobě cen produkce. Vlivem inflace může být nemalým způsobem ovlivněna i hodnota při oceňování. Proto je zapotřebí při jejím výpočtu očistit ji od hodnoty k datu ocenění.

V prvních dvou měsících roku 2008 spotřebitelské ceny meziročně vzrostly o 7,5%. Zrychlení cenového růstu nastalo hlavně v oddílech bydlení, doprava, stravování a ubytování. Naopak v oddílech potravin a nealkoholické nápoje, alkoholické nápoje a tabák, ostatní zboží a služby došlo ke zpomalení. Podle České národní banky jde pouze o dočasný výkyv.

Dle prognózy se inflace v prvním čtvrtletí roku 2008 bude pohybovat okolo 7,5%, avšak potom by měla postupně klesat na průměrnou úroveň tj. kolem 5,5%.

4.1.3 Platební bilance

Vnější pozice české ekonomiky byla v roce 2006 oslabena. Přebytek na finančním účtu platební bilance ve výši 111,6 mld. Kč se meziročně ztenčil o 43,2 mld. Kč a nestačil na financování prohloubeného deficitu běžného účtu, v němž s výjimkou obchodní bilance zaznamenaly ostatní hlavní komponenty negativní vývoj. Deficit běžného účtu dosáhl 100,3 mld. Kč a byl tak výrazně horší než v roce 2005, v němž byl zaznamenán zatím nejprůzračnější výsledek poslední dekády se schodkem 77,1 mld. Kč. Deficit na běžném účtu v roce 2006 představoval 3,1 % nominálního HDP, zatímco v roce 2005 činil jen 1,6 %. Na prohloubení vnější nerovnováhy měla vliv především dále se horšící bilance výnosů, zatímco příspěvek zahraničního obchodu byl pozitivní.

Vnější rovnováha české ekonomiky se v roce 2007 zlepšila. Schodek běžného účtu platební bilance dosáhl 2,5 % nominálního HDP oproti 3,1 % v roce 2006. Výdajové položky běžného účtu převýšily jeho příjmy o 89 mld. Kč při zhoršujícím vlivu bilance výnosů a zlepšujícím příspěvku výkonové bilance. Finanční účet skončil stamiliardovým přebytkem, bohatě pokrývajícím deficit běžného účtu. I tento parametr rovnováhy se tak zlepšil.

Tab. 4.3 Vývoj platební bilance

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Běžný účet PB (mld. Kč)	-136,4	-160,6	-147,5	-48,5	-100,3
Finanční účet PB (mld. Kč)	347,8	157,1	177,3	154,8	111,6
BÚ/HDP	-5,5	-6,2	-5,2	-1,6	-3,1
FÚ/HDP	14,1	6,1	6,3	5,2	3,5

Pramen: Český statistický úřad

4.1.4 Mzdy a nezaměstnanost

Vývoj na trhu práce je pozitivní. Zaměstnanost se zvyšuje od 4. čtvrtletí 2004. Ve 2. čtvrtletí 2006 dosáhl její růst 1,6 %, přičemž nejvýraznější byl ve zpracovatelském průmyslu. Nadále pokračuje dynamický růst produktivity práce. V roce 2007 příznivý trend pokračoval. Zaměstnanost i nadále rostla a v roce 2007 se zvýšila o 1,9 % a dosáhla 4 922,0 tis. osob. Tato úroveň zaměstnanosti znamenala maximum za posledních 11 let.

Míra nezaměstnanosti od vrcholu v 1. čtvrtletí 2004 (8,7 %) setrvale klesá až na 7,1 % ve 2. čtvrtletí 2006 a v roce 2007 se snížila proti roku 2006 o 1,8 p. b. a dosáhla 5,3 %.

Současný pozitivní vývoj indikátorů trhu práce je výsledkem příznivého postavení ekonomiky v rámci hospodářského cyklu. Nadále přetrvávají strukturální problémy, které se projevují v silné regionální disparitě a v neklesající dlouhodobé nezaměstnanosti. Příčinou je nízká profesní a regionální mobilita, malá motivace nízkopříjmových skupin k aktivnímu vyhledávání práce a rigidita pracovních kontraktů na dobu neurčitou a dosud nerozvinutý trh s hypotékami. V horizontu scénáře bude poptávková strana trhu práce nadále ovlivňována především vysokým ekonomickým růstem. Pozitivní vliv bude mít i aktivní politika zaměstnanosti soustředěná do problémových regionů. Nedostatečná pružnost trhu práce tak zůstává i nadále výzvou pro strukturální politiky. Do budoucna se očekává další nárůst zaměstnanosti, založený z větší části na zapojení cizinců a osob stojících mimo pracovní sílu.

Mzdy se vyvíjí v souladu s produktivitou práce a nenarušují makroekonomickou stabilitu ekonomiky. Tempo růstu objemu nominálních náhrad zaměstnancům by se mělo ve sledovaném horizontu pomalu snižovat ze 7,8 % v roce 2006 na 7,3 % v roce 2009. Současně by mělo docházet k mírné akceleraci růstu reálných náhrad na zaměstnance, a to ze 3,6 % v roce 2006 na 4,8 % v roce 2009. Předpokladem je, že se tempo růstu úplných jednotkových nákladů práce v roce 2007 oproti roku 2006 zvýší z 1,7 % na 2,8 % a poté se bude postupně snižovat až na 2,4 % v roce 2009, což je v souladu s vývojem deflátoru HDP. Nemělo by tedy docházet k mzdově inflačním tlakům a ohrožení finanční situace podnikové sféry.

4.2 ANALÝZA A PROGNÓZA RELEVANTNÍHO TRHU¹¹

Za relevantní trh společnosti Ocel můžeme považovat trh s ocelovými trubkami a ocelovými profily. Produkce nachází odbyt především na domácím trhu a dále v zemích EU, jako je Slovensko, Polsko, Německo, Holandsko a Švédsko.

V první řadě se budeme věnovat evropskému trhu s ocelí a následně českému trhu s ocelí. Poté se dostaneme k analýze evropského a českého trhu s ocelovými trubkami a k analýze evropského a českého trhu s ocelovými profily.

¹¹ Zpracováno z interních údajů oceňované společnosti

4.2.1 Evropský trh oceli

Spotřeba hotových ocelových výrobků v EU v roce 2004 činila 168 milionů tun. V roce 2005 došlo ke značnému poklesu oproti předchozímu roku a to o 4,3 % na 160,8 milionů tun.

V uplynulých letech byl vývoj na trhu s ocelí a ocelovými výrobky zásadně ovlivněn cenovým šokem z roku 2004. Růst cen začal už v druhé polovině roku 2003 a souvisel s oživením ocelářské výroby po celém světě. Toto oživení zapříčinilo výrazné zvýšení poptávky po vstupních surovinách, čehož následkem bylo jejich razantní zdražování. Nárůst cen byl do značné míry finálními odběrateli a trhem akceptován.

V průběhu roku 2006 došlo v Evropě k nárůstu produkce v těch odvětvích, kde je spotřebovávána ocel. Mezi ně patří: strojírenství, automobilový průmysl, stavebnictví, energetika apod.

Podle Hospodářských novin ze dne 21.2. 2008 se ocelové výrobky v tomto roce stanou větším luxusem. Cena železné rudy je totiž o dvě třetiny vyšší než loni, a ocel tak může podle odhadů zdražit o 15 procent. Lidé z průmyslu již v této chvíli hledají způsob, jak se dopadům drahé oceli vyhnout. Světová výroba oceli se podle listu za posledních šest let díky poptávce v Číně zvýšila o 60% a ruda se těží téměř na limitech. Podle oborové analýzy se situace minimálně do roku 2010 nezmění. Již v roce 2008 se železná ruda obchoduje za ceny čtyřikrát vyšší než v roce 2003 [22].

Mezi největší výrobce oceli patří: Arcelor, Mittal Steel, Nippon Steel, JFE, POSCO, Shanghai Baosteel, US Steel, Corus Group, Nucor a ThyssenKrupp.

4.2.2 Český trh oceli

Spotřeba hotových ocelových výrobků v rámci České republiky má dlouhodobý rostoucí charakter. Výroba surové oceli rostla do roku 2004. V roce 2005 zaznamenala pokles o 12% na 6,2 milionů tun v důsledku předzásobení odběratelů. V prvním pololetí roku 2006 došlo k novému oživení. České ocelářství je významným dodavatelem ocelových výrobků pro tuzemský zpracovatelský průmysl.

Objem finální produkce ocelových výrobků se v prvním pololetí roku 2006 meziročně zvýšil o 13%. Z ocelových výrobků se produkce dlouhých výrobků zvýšila o 17,9 %, produkce plochých výrobků o 17,3 % a produkce trubek o 12%.

V roce 2006 se ceny v celém odvětví základních kovů, hutních a kovodělných výrobků snížily o 4,8 %.

Objem vývozu hutních výrobků dosáhl 2132 tis. tun v prvním pololetí roku 2005 a v roce 2006 došlo ve stejném období ke zvýšení na 2 508 tis. tun. Dovoz dosáhl 2 407 tis. tun v roce 2006, což znamenalo zvýšení o 14,1 % oproti roku 2005.

Jak již bylo zmíněno výše, cena železné rudy v roce 2008 je o dvě třetiny vyšší než v předchozím roce. Podle Jaroslava Raaba z oborové asociace Hutnictví železa, hutě zatím rostoucí ceny zvládají. Jedná se však o to, zda to ustojí i spotřebitelé. Železářny podle něho totiž nebojují jen s cenou rudy, ale i se skleníkovými plyny a ekologickými daněmi, takže nakonec budou nuceni zdražit [22].

4.2.3 Evropský trh ocelových trubek

Na trhu existují dva základní typy ocelových trubek: trubky bezešvé a trubky svařované. U svařovaných trubek rozlišujeme trubky svařované podélně a spirálně. Bezešvé trubky se používají v oblasti těžby ropy, plynu a vody, při výstavbě produktovodů, ve stavebnictví a strojírenství. Naopak trubky svařované se používají nejvíce pro přepravu produktů v energetice, k vedení vody a ve stavebnictví.

V roce 2006 se na evropské poptávce po ocelových trubkách pozitivně projevilo hospodářské oživení. Poptávka energetického průmyslu po ocelových trubkách zůstala na vysoké úrovni, a to i přes pokles ceny ropy.

Objem vyrobených ocelových trubek se v zemích EU pohybuje na úrovni kolem 14 mil. tun ročně.

4.2.4 Český trh ocelových trubek

Vývoj spotřeby ocelových trubek má dlouhodobě rostoucí charakter. Značně se na něm podílí růst strojírenství, automobilového průmyslu, stavebnictví a energetiky.

V České republice se vyrobí téměř 700 tis. tun ocelových trubek ročně, z čehož 64% tvoří trubky bezešvé a 36 % trubky svařované.

V první polovině roku 2006 se ceny ocelových trubek meziročně zvýšily o 2,6 %.

Hlavními výrobci ocelových trubek jsou Mittal Steel Ostrava, JAKL Karviná, Sandvik Chomutov Precision Tubes a VVT – Vítkovice Válcovna Trub.

4.2.5 Evropský trh ocelových profilů

Ocelové profily jsou součástí tzv. dlouhých ocelových výrobků a mohou být s ocelovými trubkami vzájemnými substituty. Uplatnění naleznou ve stavebnictví, strojírenství a dalších průmyslových odvětvích.

Cenový šok na trhu oceli roku 2004 se projevil i skokovým nárůstem cen na trhu s ocelovými profily. V průběhu roku 2005 došlo postupně k výrazné korekci cen, ale původní úroveň z počátku roku 2004 nebylo dosaženo. Během roku 2006 došlo k opětovnému růstu cen v důsledku vysokých cen materiálu a silné poptávky po profilové oceli v EU.

4.2.6 Český trh ocelových profilů

Stejně jako ocelové trubky i vývoj spotřeby ocelových profilů v ČR má rostoucí charakter. Obdobný vývoj by měl být zaznamenán i v budoucí spotřebě.

Mezi hlavní výrobce patří: Mittal Steel Ostrava, JAKL Karviná, Železářny Veselí a VVT – Vítkovice Válcovna Trub.

4.3 VYMEZENÍ KONKURENCE

4.3.1 Domácí konkurenti

Mezi nejvýznamnější domácí konkurenty patří: Sandvik Chomutov Precision Tubes, VVT – Vítkovice Válcovna Trub, Železářny Veselí a ArcelorMittal Tubular Products Ostrava.

ArcelorMittal Tubular Products Ostrava

Společnost ArcelorMittal Tubular Products Ostrava a.s. je 100% dcerou společnosti ArcelorMittal Ostrava a.s. Je největším výrobcem trubek v České republice. Nosným výrobním programem závodu jsou bezešvé trubky válcované na dvou tratích Stiefel v provedení trubek hladkých, závitových, přírubových a olejářských.

Kolem 50% vyrobeného množství se prodává do zemí EU (mimo ČR). Významnými odběrateli jsou také USA a severní Afrika.

VVT – Vítkovice Válcovna Trub

VVT zaujímá významné postavení na trhu bezešvých ocelových trubek jak v České republice, tak v Evropě. Je dceřinou společností Třineckých Železáren, která je nejvýznamnější dceřinou společností MORAVIA STEEL,a.s.

V provozu má dvě válcovací tratě s Mannesmannovou technologií výroby bezešvých trubek. Z celkové produkce je 64% exportováno.

Sandvik Chomutov Precision Tubes

Sandvik Chomutov Precision Tubes, s.r.o. zastupuje firmu Sandvik AB Švédsko pro český a slovenský trh. SANDVIK je jedním z největších světových výrobců korozivzdorných bezešvých trubek, tyčí a dutých tyčí, přírub a armatur, ocelových pásků, drátu a svařovacích potřeb pro uživatele s nejvyššími požadavky na kvalitu, hospodárnost, přesnost a spolehlivost.

Charakterem produkce znamená pro oceňovanou společnost pouze nepřímou konkurenci.

Železářny Veselí

Železářny Veselí, a. s. jsou výrobcem svařovaných ocelových trubek, uzavřených a otevřených profilů, tažených ocelových trubek a uzavřených profilů. Je součástí společnosti Ferromet Group.

Většina produkce je exportována.

4.3.2 Zahraniční konkurenti

Mezi několik nejvýznamnějších zahraničních konkurentů patří např.: U. S. Steel Košice, Marcegaglia, Corus, Voestalpine apod.

U. S. Steel Košice

Je největším výrobcem plochých válcovaných výrobků ve střední Evropě. Vyrábí širokou řadu za tepla i za studena válcovaných výrobků, včetně výrobků s povrchovou

úpravou. Z ocelových plechů s nízkým obsahem uhlíku válcovaných za tepla vyrábí podnik spirálově svařované trubky.

Od roku 2000 je součástí United States Steel Corporation, která je světovou ocelářskou společností s výrobními provozy v USA a v Evropě.

Marcegaglia

Skupina Marcegaglia je italským výrobcem širokého sortimentu ocelových výrobků. Vyrábí svařované trubky, dlouhé a ploché výrobky z uhlíkové a nerezové oceli a z hliníku. Také působí ve stavebnictví, energetice, cestovním ruchu a v dalších průmyslových odvětvích.

Corus

Jedná se o britskou skupinu zaměřenou především na výrobu oceli a ocelových výrobků. Corus Tubes je obchodní jednotkou skupiny Corus vyrábějící ocelové trubky a profily. Výrobní závody se nacházejí ve VB, Nizozemí, Belgii a Polsku.

Voestalpine

Je evropským výrobcem oceli a ocelových výrobků. Sídlo této skupiny je v Rakousku. Součástí produkce jsou mezi jinými i ocelové trubky a profily.

5. FINANČNÍ ANALÝZA

Důležitým krokem při oceňování podniku je finanční analýza. Tato analýza bude provedena na základě údajů o hospodaření podniku z let 2004 až 2006. Všechny absolutní hodnoty jsou uváděny v tisících Kč, není-li uvedeno jinak.

5.1 ANALÝZA ROZVAHY

Aktiva

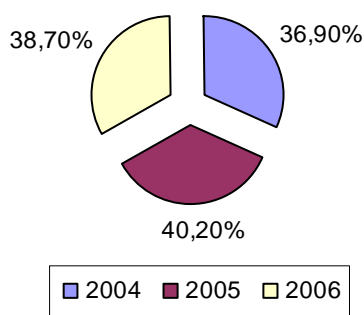
Tab. 5.1 Vývoj majetkové struktury podniku (v tis. Kč)

Vývoj majetkové struktury podniku	2004		2005		2006	
	částka	%	částka	%	částka	%
AKTIVA CELKEM	1 424 175	100,0	1 237 411	100,0	1 177 590	100,0
Dlouhodobý majetek	525 039	36,9	498 033	40,2	456 171	38,7
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>1 442</i>	<i>0,1</i>	<i>9 328</i>	<i>0,8</i>	<i>5 945</i>	<i>0,5</i>
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>522 453</i>	<i>36,7</i>	<i>487 560</i>	<i>39,3</i>	<i>449 082</i>	<i>38,1</i>
<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>1 144</i>	<i>0,1</i>	<i>1 145</i>	<i>0,1</i>	<i>1 144</i>	<i>0,1</i>
Oběžná aktiva	899 136	63,1	720 275	58,2	705 564	59,9
<i>Zásoby</i>	<i>475 869</i>	<i>33,4</i>	<i>335 180</i>	<i>27,1</i>	<i>424 116</i>	<i>36,0</i>
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>						
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>417 639</i>	<i>29,3</i>	<i>365 294</i>	<i>29,6</i>	<i>259 023</i>	<i>22,0</i>
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>5 628</i>	<i>0,4</i>	<i>19 801</i>	<i>1,5</i>	<i>22 425</i>	<i>1,9</i>
Časové rozlišení	0	0,0	19 103	1,6	15 855	1,4

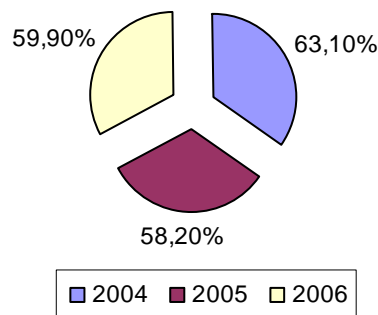
Pramen: příloha 1

Výše uvedená tabulka představuje agregovaný přehled některých součtových položek aktiv podniku. Celkový objem aktiv se za uvedené 3 roky snížil. Patrnější je pokles u oběžných aktiv, které se snížily o 22% v roce 2006 oproti roku 2004. Největší pokles zaznamenaly krátkodobé pohledávky, což může znamenat snížení tržeb podniku nebo dobrou platební schopnost odběratelů. Naopak u krátkodobého finančního majetku můžeme spatřit značné zvýšení, což se může projevit ve zlepšení likvidity podniku. U stálých aktiv v roce 2006 došlo k poklesu o zhruba 13 % oproti roku 2004. Tento pokles byl především způsoben odprodejem nepotřebného dlouhodobého majetku.

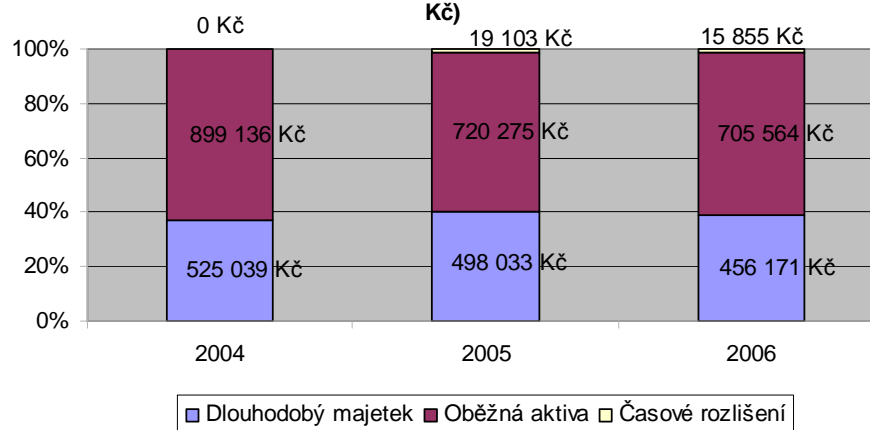
Graf 5.1: Vývoj dlouhodobého majetku v relativním vyjádření



Graf 5.2: Vývoj oběžných aktiv v relativním vyjádření



Graf 5.3: Vývoj majetkové struktury v absolutním vyjádření (v tis. Kč)



Pasiva

Při pohledu do vnitřní struktury je první složkou vlastní kapitál. Ten je tvořen základním kapitálem, různými druhy fondů a výsledkem hospodaření. Základní kapitál je ve sledovaném období stále stejný. Rozdíl mezi vlastním kapitálem a základním kapitálem se v účetním vyjádření posuzuje jako zhodnocení kapitálu pro akcionáře. Ve sledovaném období oceňovaného podniku je vlastní kapitál rok od roku vyšší, a to při neměnné výši kapitálu základního. Tento vývoj je výsledkem trvalé ziskovosti podniku.

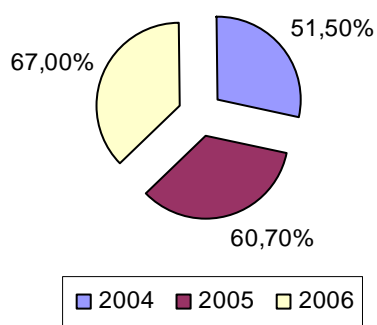
Druhou podstatnou složkou ve financování jsou cizí zdroje. Podíl těchto zdrojů na celkových pasivech má sestupnou tendenci. Příčinou tohoto vývoje je vždy snížení krátkodobých závazků a bankovních úvěrů a výpomoci.

Tab. 5.2 Vývoj vlastnické struktury podniku (v tis. Kč)

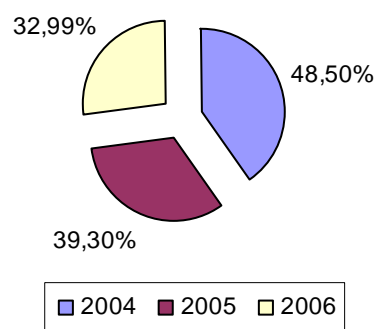
Vývoj vlastnické struktury podniku	2004		2005		2006	
	částka	%	částka	%	částka	%
PASIVA CELKEM	1 424 175	100,0	1 237 411	100,0	1 177 590	100,0
Vlastní kapitál	734 157	51,5	750 815	60,7	788 920	67,0
<i>Základní kapitál</i>	598 105	42,0	598 105	47,7	598 105	50,8
<i>Kapitálové fondy</i>	1 253	0,1	1 253	0,1	1 253	0,1
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	134 799	9,4	62 326	5,0	74 449	6,3
<i>Výsledek hospodaření min. let</i>	0	0,0	89 131	7,9	115 113	9,8
Cizí zdroje	690 018	48,5	486 595	39,3	388 576	32,9
<i>Rezervy</i>						
<i>Dlouhodobé závazky</i>	23 013	1,6	20 367	1,6	24 103	2,0
<i>Krátkodobé závazky</i>	483 755	34,0	373 205	30,1	322 613	27,4
<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	183 250	12,9	93 023	7,6	41 860	3,5
Časové rozlišení	0	0,0	1	0,0	94	0,0

Pramen: příloha 1

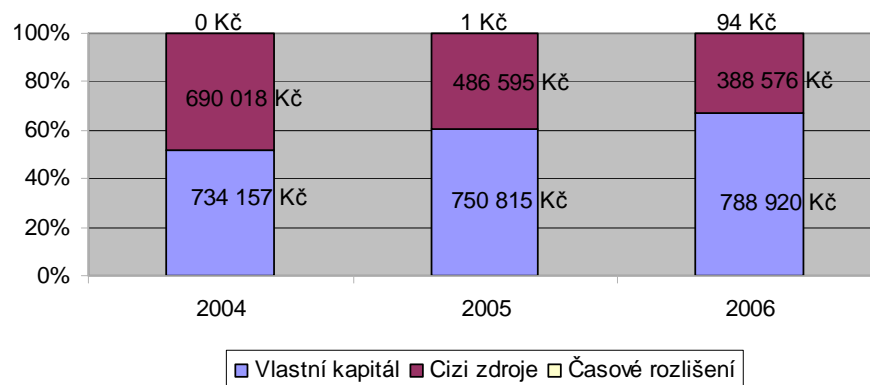
Graf 5.4: Vývoj vlastního kapitálu v relativním vyjádření



Graf 5.5: Vývoj cizích zdrojů v relativním vyjádření



Graf 5.6: Vývoj vlastnické struktury v absolutním vyjádření (v tis. Kč)

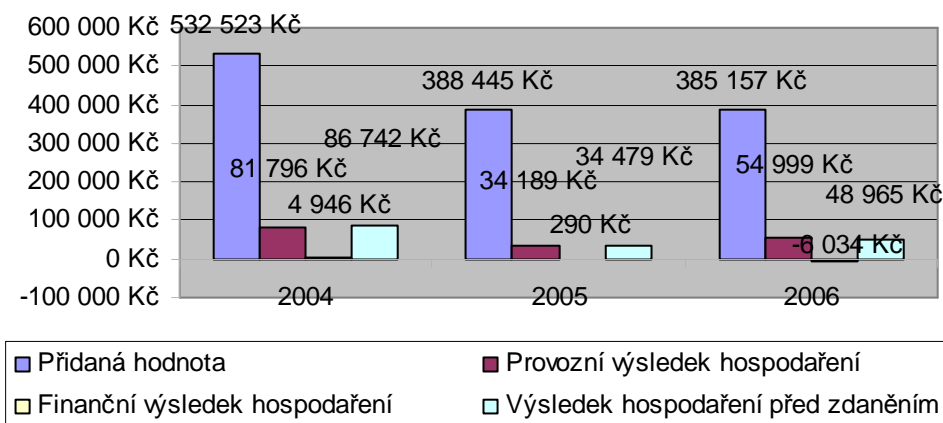


5.2 ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT

Pro účely ocenění není podstatný jen dosažený celkový výsledek hospodaření, ale důležité je především, jak bylo tohoto hospodářského výsledku dosaženo. To znamená, že je nezbytně nutným úkolem prozkoumat, ze které části hospodářský výsledek vzniká, nýbrž jak se podílí na tvorbě: část provozní, finanční a mimořádná.

Z grafu 5 lze tuto situaci vyčíst za období 2004 – 2006. Za toto období je výsledek hospodaření tvořen provozní činností podniku a to především přidanou hodnotou k vlastním výrobkům a službám. Celkový hospodářský výsledek před zdaněním v roce 2005 poklesl oproti roku 2004, avšak v roce 2006 můžeme spatřit následný růst oproti roku 2005.

Graf 5: Struktura tvorby hospodářského výsledky v letech 2004 - 2006



Z výkazů zisků a ztrát, který je uveden v příloze 2 je patrné, že největší podíl na výkonech měly tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a to ve výši 96 %. Naopak největší položkou nákladu se stala spotřeba materiálu a energie.

5.3 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

V této části je třeba upozornit na skutečnost, že při hodnocení finančního zdraví pomocí poměrových ukazatelů, není možné, aby podnik ve všech směrech vykazoval dobré hodnoty. Východiskem potom je použití tzv. soustav ukazatelů (např. pyramidové rozklady), které nám více objasní vypovídající schopnost vypočtených ukazatelů. Ovšem předmětem

této diplomové práce není důkladná finanční analýza, nýbrž běžné posouzení finančního zdraví.

Analýza rentability (výnosnosti)

Tab. 5.3 *Analýza rentability v %*

Ukazatel	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006
ROA - rentabilita celkového kapitálu (1.1)	6,50	3,20	4,40
ROE - rentabilita vlastního kapitálu (1.2)	10,15	3,58	4,83
ROS - rentabilita tržeb (1.3)	2,46	1,00	1,47

Pramen: přílohy 1 a 2

Ukazatel rentability nám říká, jak efektivně podnik hospodaří s prostředky vloženými do podnikání. Zde nelze říci, jaká výše je optimální, ale je důležité tuto hodnotu sledovat v čase.

Z tabulky 5.3 je zjevná kolísající tendence rentability celkového kapitálu. Jeho hodnota v roce 2005 poklesla oproti roku 2004 o 3,3%. Příčinou toho byl výrazný pokles provozního výsledku hospodaření. V roce 2006 naopak došlo ke zvýšení provozního výsledku hospodaření, čehož následkem bylo zvýšení ROA o 1,2% oproti roku 2005. Tento ukazatel by se měl vyvíjet obdobně jako ukazatel výnosnosti vlastního kapitálu. Při podrobnějším prozkoumání lze konstatovat, že v roce 2004 byla výnosnost celkového kapitálu podstatně nižší než výnosnost vlastního kapitálu. V dalších letech už tomu tak není. Bylo to způsobeno již zmíněným poklesem provozního výsledků.

Poslední zde uvedený ukazatel vyjadřuje, kolik zisku vyprodukuje podnik každou jednou korunou tržeb. V roce 2005 tato veličina značně klesla, protože došlo k výraznému snížení čistého zisku. V roce 2006 byl zaznamenán částečný nárůst čistého zisku, čehož následkem byl i mírný nárůst rentability tržeb.

Analýza aktivity (dílní ukazatele vázanosti kapitálu)

Tab. 5.4 Analýza aktivity (doba obratu ve dnech)

Ukazatel	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006
Rychlost obratu zásob (1.4)	6,4	7,9	6,1
Doba obratu zásob (1.5)	56,6	45,4	58,9
Rychlost obratu pohledávek (1.6)	7,2	7,3	10,0
Doba obratu pohledávek (1.7)	49,7	49,4	36,0
Rychlost obratu krátk. závaz. (1.8)	6,3	7,1	8,0
Doba obratu krátk. závaz. (1.9)	57,6	50,5	44,8

Pramen: přílohy 1 a 2

Ukazatele aktivity nás informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Rychlost obratu nám odpovídá na otázku, kolikrát se daný objem majetku přemění v tržby a doba obratu nám pak určuje počet dní za kolik tato obrátka proběhne.

Zásoby se nám v roce 2005 přeměnily v tržby vícekrát než v roce 2004, přičemž i obrátka trvala pouhých 45,4 dní oproti 56,6 dnům v roce 2004. Příčinou toho byl značný pokles zásob (o 21%) oproti roku 2004. V roce 2006 opět došlo k významnému zvýšení zásob, následkem čehož došlo ke snížení rychlosti zásob.

Společnost Ocel, a.s. splňuje pravidlo solventnosti, které říká, že doba obratu pohledávek < doba obratu závazků. Z tohoto vztahu vyplývá skutečnost, že oceňovaná společnost spíše úvěruje své dodavatelé.

Z uvedených ukazatelů můžeme vypočítat i tzv. čistý provozní cyklus: (1.10)

- čistý provozní cyklus rok 2006: $58,9 + 36,0 - 44,8 = 50,1$

- čistý provozní cyklus rok 2005: $45,4 + 49,4 - 50,5 = 44,3$

- čistý provozní cyklus rok 2004: $56,6 + 49,7 - 57,6 = 48,7$.

Jedná se o počet dní, jež firma potřebuje k navrácení peněz investovaných do zásob a pohledávek, a bere přitom v úvahu, že nákup může být kreditní. Z výpočtu je patrné, že naše firma v roce 2005 dosáhla nejlepších výsledků.

Analýza zadluženosti

Tab. 5.5 *Analýza zadluženosti (v %)*

Ukazatel	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006
Ukazatel věřitelského rizika (1.11)	48,5	39,0	33,0
Finanční nezávislost (1.12)	51,5	60,7	67,0
Zadluženost vlastního kapitálu (1.13)	94,0	65,0	49,3
Úrokové krytí (1.14)	17,0	8,0	21,7

Pramen: přílohy 1 a 2

Tyto ukazatele vyjadřují míru věřitelského a finančního rizika. Při hodnocení ukazatele věřitelského rizika dospějeme k závěru, že zadluženost podniku rok od roku klesá. K tomuto ukazateli se jako doplňkový používá finanční nezávislost. Ten spolu s běžnou likviditou bývá považován za nejvýznamnější ukazatel pro hodnocení celkové finanční situace podniku. Můžeme konstatovat, že ukazatel finanční nezávislosti se rok od roku zvyšuje, což je pro podnik pozitivní. U zadluženosti vlastního kapitálu platí, že jeho hodnota by se měla pohybovat do 100 %. Toto kritérium podnik splňuje.

Ukazatel úrokového krytí naznačuje velikost bezpečnostního polštáře pro věřitele, neboli kolikrát je podnik schopen ze svého hrubého zisku pokrýt roční úrokové platby. Ukazatel v roce 2005 podstatně klesl oproti roku 2004, ale v roce 2006 došlo ke značnému růstu. Avšak v amerických průmyslových podnicích je nejoptimálnější hodnota 8, která je dodržena v roce 2005.

Analýza likvidity

Tab. 5.6 *Analýza likvidity*

Ukazatel	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006
Běžná likvidita (1.15)	1,90	1,90	2,20
Pohotová likvidita (1.16)	0,90	1,00	0,90
Peněžní likvidita (1.17)	0,01	0,05	0,07

Pramen: přílohy 1 a 2

Tato kategorie ukazatelů souvisí se schopností podniku dostát svým závazkům. V podstatě poměřují to, čím je možno platit (čítatel), k tomu, co je třeba zaplatit (jmenovatel). U běžné likvidity je obecně doporučována hodnota v rozmezí 1,5 – 2,5. Můžeme konstatovat, že tato kritéria oceňovaná společnost splňuje. V roce 2006 došlo k nepatrnému zvýšení oproti létům 2004 a 2005, což vypovídá o větší pravděpodobnosti zachování platební schopnosti podniku. Pohotová likvidita oproti předchozímu ukazateli bere v úvahu strukturu oběžných aktiv z hlediska likvidnosti a zvyšuje vypovídací schopnost tím, že odstraňuje vliv zásob jako nejméně likvidní složky oběžného majetku. Z tabulky je patrné, že je o něco nižší než běžná likvidita, co může upozorňovat na zvětšenou váhu zásob ve struktuře aktiv podniku. Podnik se jen nepatrně vychyluje od doporučené hodnoty, která činí od 1 do 1,5. Peněžní likvidita ukazuje schopnost podniku platit z peněžních prostředků splatné krátkodobé závazky. V našem případě dosahuje nepatrných hodnot.

6 STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

K ocenění podniku je možno použít následující základní přístupy:

- výnosový přístup, který je založen na odhadu očekávaných, skutečně dosahovaných nebo reálně dosažitelných budoucích hospodářských výsledků oceňované společnosti;
- přístup založený na tržním srovnání, který vychází z porovnání předmětu ocenění se stejným nebo obdobným předmětem a cenou sjednanou při jeho prodeji;
- majetkový přístup zohledňující hodnotu majetku a závazků připadající na předmětný obchodní podíl ve společnosti uvedenou ve finančních výkazech.

Jako hlavní přístup ocenění jsem zvolila výnosový přístup za použití metody diskontovaných peněžních toků. Z důvodu, že přiměřeně zachycuje potenciál budoucích přínosů a umožňuje odrážet specifické aspekty oceňované společnosti. Pro porovnání výsledků jsem použila metodu kapitalizovaných čistých výnosů a pro zjištění hodnoty majetku, za kterou byl skutečně pořízen byla použita metoda účetní.

6.1 METODA ÚČETNÍ HODNOTY

Tato metoda vychází z pořizovacích cen majetku. Základním podkladem pro stanovení tohoto ocenění jsou výstupy účetnictví. V tomto případě se jedná o rozvahu. Položka vlastní kapitál nám představuje netto hodnotu podniku.

Platí, že:

celkový majetek podniku v účetní hodnotě	1 177 590 000,- Kč
- celkové závazky v účetní hodnotě	388 576 000,- Kč
= účetní hodnota podniku je ve výši	788 920 000,- Kč.

Účetní hodnota vlastního kapitálu po zaokrouhlení činí 789 milionů Kč, avšak má pouze doplňkovou úlohu a slouží jako východisko pro posuzování výsledného ocenění.

6.2 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ

Tato metoda se skládá ze čtyř klíčových kroků:

- odhad budoucího peněžního toku za zvolené projektované období;
- diskontování tohoto peněžního toku na současnou hodnotu požadovanou úrokovou mírou návratnosti, která zohledňuje riziko jeho dosažení a časovou hodnotu peněz;
- odhad pokračující hodnoty po uplynutí projektového období;
- součet diskontované pokračující hodnoty s hodnotou diskontovaného peněžního toku za projektované období pak vyjadřuje tržní hodnotu podniku.

Obchodní a finanční plán

Jako základ ocenění byl použit obchodní a finanční plán pro období 2007 až 2011 vytvořený oceňovanou společností podle účetních standardů US-GAAP.

Délka plánovaného období byla určena s ohledem na malou možnost predikce ocelářského trhu (českého i světového) v dlouhodobém horizontu. Společnost bude v roce 2007 realizovat 37% tržeb v českých korunách a 63% tržeb v eurech.

Je předpokládán nárůst výroby v letech 2007 až 2009 na objem 167,4 kilotun za rok, což je současná kapacita výroby při třísměnném provozu. Po roce 2009 již objem výroby a prodeje neroste.

Ocel, a.s. rovněž předpokládá vyšší objemy exportu.

Společnost předpokládá konstantní ceny jednotlivých produktů, protože podle ní je nejlepším odhadem cena na úrovni roku 2007.

Nejpodstatnější položkou variabilních nákladů je přímý materiál, který spolu s ostatními variabilními vstupy bude určen na základě ceny z roku 2007. Fixní náklady jsou ovlivněny především zaměstnaneckými náklady. Počet zaměstnanců poklesne na přibližně 615 zaměstnanců a ostatní fixní náklady zůstanou konstantní.

Tab. 6.1 Vybrané položky z předpokládaného výkazu zisků a ztrát společnosti Ocel, a. s.

Položky v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011
Objem	153 100	160 700	167 400	167 400	167 400
Tržby	3 026 400	3 186 600	3 322 100	3 328 000	3 333 400
Variabilní náklady	2 448 900	2 569 300	2 679 300	2 679 300	2 679 300
Fixní náklady	404 100	402 500	409 900	414 500	420 700
Ostatní provozní výdaje	14 800	14 800	14 800	14 800	14 800

Náklady celkem	2 867 800	2 986 600	3 104 000	3 108 600	3 114 800
Čistý příjem z operací	158 600	200 000	218 100	219 400	218 600
Odpisy	63 100	59 800	62 300	62 300	62 200
Provozní zisk	95 500	140 200	155 800	157 100	156 400
Úroky	2 100	0	0	0	0
Daň	22 400	29 500	31 200	29 800	29 700
Čistý zisk	71 000	110 700	124 600	127 300	126 700

Pramen: obchodní a finanční plán oceňované společnosti

Tab. 6.2 Předpokládaná rozvaha společnosti Ocel, a. s.

Položky v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA CELKEM	1 276 053	1 391 580	1 526 088	1 647 163	1 767 691
Stálá aktiva	459 244	455 155	445 853	439 434	433 202
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	452 500	449 986	441 902	436 409	430 880
<i>Finanční investice</i>	93	93	93	93	93
<i>Ostatní aktiva</i>	6 651	5 076	3 858	2 932	2 229
Oběžná aktiva	816 809	936 425	1 080 235	1 207 729	1 334 489
<i>Hotovost</i>	55 579	162 864	287 298	414 701	541 368
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	387 268	406 320	423 673	423 690	423 707
<i>Zásoby</i>	325 044	325 119	325 190	325 264	325 340
<i>Náklady příštích období</i>	47 204	40 408	42 360	42 360	42 360
<i>Pohledávky z odložené daně</i>	1 714	1 714	1 714	1 714	1 714
PASIVA CELKEM	1 276 053	1 391 580	1 526 088	1 647 163	1 767 692
Vlastní kapitál	865 396	971 989	1 090 548	1 210 004	1 328 853
Krátkodobé závazky celkem	389 839	398 773	414 722	416 341	418 021
<i>Závazky bankám</i>	0	0	0	0	0
<i>Krátkodobé závazky</i>	340 904	356 989	371 557	371 741	371 927
<i>Dohadné položky pasivní</i>	48 935	41 784	43 165	44 600	46 094
Dlouhodobé závazky celkem	20 818	20 818	20 818	20 818	20 818
<i>Dlouhodobý úvěr</i>	0	0	0	0	0
<i>Odložený daňový závazek</i>	19 460	19 460	19 460	19 460	19 460
<i>Ostatní dlouhodobé závazky</i>	1 358	1 358	1 358	1 358	1 358

Pramen: obchodní a finanční plán oceňované společnosti

Tab. 6.3 Výpočet změny pracovního kapitálu

Položky v tis. Kč	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Krátkodobé pohledávky	259 023	387 268	406 320	423 673	423 690	423 707
Zásoby	424 116	325 044	325 119	325 190	325 264	325 340
Krátkodobé závazky	322 613	340 904	356 989	371 557	371 741	371 927
Dohadné položky pasivní	x	48 935	41 784	43 165	44 600	46 094
Náklady příštích období	x	47 204	40 408	42 360	42 360	42 360
Čistý pracovní kapitál	360 526	369 677	373 074	376 501	374 973	373 386
Δ pracovního kapitálu	x	9 151	3 397	3 427	-1 528	-1 587

Pramen: příloha 1

Neprovozní majetek¹²

Tržní hodnota neprovozních aktiv k 31.12. 2006 činí 3,27 milionu korun.

Propočet váhy kapitálu [4]

Předpokladem pro použití tržních hodnot je, že kapitálový trh poskytuje informace s přiměřenou vypovídací schopností. V podmínkách ČR, ale zatím tento trh trpí řadou problémů, např. nízkou likviditou. Východiskem pro určení vah kapitálu jsou pak účetní hodnoty.

Tab. 6.4 Stanovení vah kapitálu

Druh kapitálu	Účetní hodnota	Váha
Vlastní kapitál	788 920 000	67%
Cizí kapitál	388 576 000	33%
Kapitál celkem	1 177 496 000	100%

Pramen: příloha 1

Tab. 6.5 Výpočet WACC

Druh kapitálu	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	67%	19,800 % ¹³	13,30
Cizí kapitál	33%	0,057 % ¹⁴	0,02
WACC			13,32

Pramen: tab. 6.4

¹² Informace získaná z interních zdrojů oceňované společnosti

¹³ Náklady na vlastní kapitál = viz stavebnicová metoda příloha č. 4

¹⁴ Náklady na cizí kapitál = nákladové úroky/úročené cizí zdroje = 2 366 000/41 860 000 = 0,057%

Pro samotný výpočet hodnoty podniku použijeme tzv. **dvoufázovou metodu**. Ta zahrnuje tyto kroky:

- 1) Výpočet první fáze [4]

Tab. 6.6 Výpočet první fáze

Položky (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby	3 026 400	3 186 600	3 322 100	3 328 000	3 333 400
- Náklady	2 867 800	2 986 600	3 104 000	3 108 600	3 114 800
= Čistý příjem z operací	158 600	200 000	218 100	219 400	218 600
- Daně¹⁵	22 400	29 500	31 200	29 800	29 700
= EBIT po zdanění	136 200	170 500	186 900	189 600	188 900
+ Odpisy	63 100	59 800	62 300	62 300	62 200
= Cash flow z operací	199 300	230 300	249 200	251 900	251 100
- Δ pracovního kapitálu	9 151	3 397	3 427	-1 528	-1 587
- Investice	3 418	-2 514	-8 084	-5 493	-5 529
FCFF	186 731	229 417	253 857	258 921	258 216
Odúročitel pro diskontní míru 13,32	0,8825	0,7787	0,6872	0,6064	0,5351
Diskontované FCFF	164790	178647	174451	157010	138171

Pramen: tab. 6.1 a 6.2

Současná hodnota první fáze 813 069 000 .-

- 2) Výpočet druhé fáze tzv. pokračující hodnoty – s předpokládaným tempem růstu 0,5%

$$PH = \frac{138861855}{0,1332 - 0,005} = 1083165796,- \quad (2.3)$$

$$FCF_{T+1} = 138\,171\,000 * (1+0,005) = 138\,861\,855,- \quad (2.4)$$

Pokračující hodnota 1 083 165 796,-

¹⁵ Vývoj daně z příjmů v letech 2007 až 2011 čerpán z Ministerstva financí ČR

3) Určení hodnoty podniku

Provozní hodnota brutto	1 392 714 019 Kč	(2.2)
- Úročený cizí kapitál	41 860 000 Kč	
Provozní hodnota netto	1 350 854 019 Kč	
+ Neprovozní majetek	3 270 000 Kč	
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1.1. 2007	1 354 124 019 Kč	

Výsledkem této metody je po zaokrouhlení hodnota vlastního kapitálu ve výši 1 354 milionů Kč.

6.3 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ [7]

Výchozí data máme ve výkazech zisků a ztrát za léta 2004 až 2006 zobrazené v příloze č. 2.

Pro analýzu a úpravy minulých hospodářských výsledků máme k dispozici následující informace:

- pro rok 2006 byly odhadnuty odpisy na základě reprodukčních cen ve výši 61 500 tis. Kč (účetně vykázané činily 59 605 tis. Kč);
- dlouhodobý finanční majetek budeme považovat za neprovozní;
- inflace se vyvíjela následovně:

2004	2005	2006
2,8	1,9	2,5

- náklady vlastního kapitálu činí odhadem 19,8 % (propočten je uveden v příloze č. 4);
- dlouhodobá inflace byla odhadnuta na 4,5 %.

Tab. 6.7 Výpočet UVH upravený o inflaci * váhy (v tis. Kč)

Položky v tis. Kč	2004	2005	2006
Výsledek hospodaření před zdaněním	86 742	34 479	48 965
(+) Odpisy	72 398	62 596	59 605
(-) Finanční výnosy	10 478	16 837	6 856
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	15 058	3 060
(+) Zůstatková cena prodaného dl. maj.	0	14 413	3 064
Upravený výsledek hospodaření (UVH) před odpisy	148 662	79 593	101 718
Cenový index řetězový	1,028	1,019	1,025
Cenový index bazický vztažený k roku 2006	0,957	0,976	1,000

UVH upravený o inflaci (UVH / bazický cen. index)	155 342	81 550	101 718
Váhy	3	1	2
UVH upravený o inflaci * váhy	466 026	81 550	203 436

Pramen: příloha 2

Tab. 6.8 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy [Σ (UVH upravený o inflaci * váhy) / Σ vah]	125 168 667
Odpisy z reprodukčních cen (odhad)	61 500
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	125 107 167
Daňový základ (s odpisy z posledního roku) ¹⁶	125 109 062
Daň (24%)	30 026 175
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	95 080 992

Pramen: tab. 6.7

Kalkulovaná úroková míra = 19,8 % - 4,5 %	15,30 %
Provozní hodnota vlastního kapitálu =	621 444 392,00 Kč
Ocenění neprovozních aktiv	3 270 000,00 Kč
Hodnota vlastního kapitálu =	624 714 392,00 Kč

kde: Kalkulovaná úroková míra = NVK – odhadnutá dlouhodobá inflace

PHVK = Trvale odnímatelný čistý výnos po dani / kalkulovaná úroková míra

Ocenění neprovozních aktiv: dle interních zdrojů podniku činí 3,27 mil. Kč

Hodnota vlastního kapitálu = PHVK + ocenění neprovozních aktiv

V tomto případě se jedná o ocenění současného potenciálu podniku, které nezachycuje budoucí růstové příležitosti. Hodnotu ve výši 625 milionů Kč, po zaokrouhlení, můžeme považovat za určitý dolní odhad výnosové hodnoty oceňovaného podniku.

¹⁶ Daňový základ = trvale odnímatelný čistý výnos před daní + (rozdíl odpisů = 61 500 – 59 605)

SYNTÉZA VYPOČTENÝCH HODNOT

Hodnoty vlastního kapitálu oceňované společnosti, podle jednotlivých metod činí:

- | | |
|--|----------------------|
| • účetní metoda | 789 milionů korun; |
| • metoda kapitalizovaných čistých výnosů | 625 milionů korun; |
| • metoda DCF | 1 354 milionů korun. |

Protože účetní ocenění má jenom pomocný význam a udává nám pouze historické ceny majetku, nebudeme k této výši přihlížet.

Hodnota vlastního kapitálu stanovena metodou kapitalizovaných čistých výnosů nám poskytuje informaci o dolním limitu výnosového ocenění. Odráží totiž pouze současný výnosový potenciál. V tab. 6.7 se nachází první fáze výpočtu, kde jedním z klíčových okamžiků, který ovlivní výši konečné hodnoty, bylo stanovení vah pro jednotlivá léta. Mařík [7] přiřazuje největší váhu právě poslednímu období. Podle mého názoru takový postup v tomto případě není opodstatněný. Podíváme-li se na výsledek hospodaření před zdaněním v roce 2004 (viz. příloha 2), zjistíme, že právě on se nejvíce přibližuje projektovaným hodnotám v letech 2007 až 2011 (viz. tab. 6.1) a proto zde přiřadíme největší váhu. V letech 2005 a 2006 je zřejmý značný pokles onoho hospodářského výsledku, čehož důvodem byla změna vlastníka a managementu oceňované společnosti, tudíž těmto obdobím přiřadíme menší váhu.

Poslední uvedená metoda DCF měří nejen současný potenciál, jako tomu bylo u předchozí metody, ale i budoucí výnosový potenciál. Tímto můžeme zdůvodnit jeho podstatně vyšší hodnotu.

Z důvodu, že tato metoda přiměřeně zachycuje možnosti budoucích přínosů a umožňuje odrážet specifické aspekty oceňované společnosti, můžeme ji považovat za výsledek oceňovací analýzy.

Na základě všech dostupných informací jsem dospěla k názoru, že hodnota 100% vlastního kapitálu společnosti Ocel, a.s. činí po zaokrouhlení 1 354 milionů korun.

NÁVRHY A DOPORUČENÍ

Dle výše provedené strategické analýzy můžeme odvodit několik závěrů. Námi oceňovaný podnik disponuje vysokým rizikem v oblasti konkurence. Na trhu se totiž zvyšuje tlak existujících konkurentů, přičemž dochází k nástupu i nové konkurence. Proti výše zmíněným tlakům se lze, dle mého názoru, bránit rozšířením výroby do rozrůstajících se průmyslových odvětví, jistým snížením ceny či výraznějším zviditelněním se formou propagace. Oceňovaná společnost je závislá na několika velkých odběratelích a také na malém počtu silných dodavatelů, což společnosti přináší značná rizika. Z tohoto důvodu doporučuji diverzifikovat toto riziko zvýšením počtu obchodních partnerů.

Na snižování výše zmíněných rizik bude mít značný podíl začlenění této společnosti do skupiny největšího hutního podniku. Tímto dojde k vytvoření tzv. synergického efektu, díky kterému společnost získá nové růstové příležitosti, bude docházet k budování nové obchodní značky, může dojít ke zvětšení podílu na trhu, ke zlepšování goodwillu a získání nových možností odbytu.

Mezi další zvýšená rizika patří skutečnost, že je v tomto podniku obtížná náhrada klíčových osobností. Proto bych managementu navrhovala zasvěcení několika dalších osob do hlavních oblastí. Co se týče zaměstnanců oceňované společnosti je zapotřebí neustále zvyšovat a prohlubovat jejich kvalifikaci, motivovat je, přispívat k jejich spokojenosti, protože jsou základem úspěchu podniku.

Na základě předchozí finanční analýzy usuzuji, že podnik je v relativně dobré finanční kondici. Projevující se nízká rentabilita v roce 2005 a 2006 (viz. tab. 5.3) je pouze dočasná. Důvodem je změna vlastníka a managementu oceňované společnosti a s tím související dočasný pokles hospodářského výsledku. Přestože u peněžní likvidity (viz. tab. 5.6) můžeme vidět mírně zlepšující se tendenci, doporučila bych společnosti Ocel, a. s., aby tuto hodnotu sledovala.

V neposlední řadě oceňované společnosti navrhuji, aby se zaměřila na oblast plnění finančního plánu, protože vypočtená hodnota vlastního kapitálu vyplývá právě z projektovaných peněžních toků. Rovněž je důležité, aby podnik sledoval a vyhodnocoval rizika, která přispívají k výpočtu diskontního faktoru, protože v důsledku zvýšení těchto rizik, by mohlo dojít ke snížení hodnoty.

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce byla aplikace vybrané metody oceňování na podniku Ocel, a.s.

Ocenění podniku je komplexní proces, který zahrnuje celou řadu dílčích činností. Výsledná hodnota je značně závislá na mnoha faktorech. Velkou roli zde hraje samotná volba metody ocenění, dále množství a kvalita poskytnutých informací a v neposlední řadě také zkušenosti oceňovatele. Během svého studia jsem se setkala pouze s některými částmi, které oceňování zahrnuje a až v průběhu psaní této práce, jsem se touto problematikou začala zabývat souhrnně.

Nejdůležitější částí byla volba vhodné metody, protože každá z nich má své výhody i nevýhody. Podle mého názoru metody tržního porovnání nebylo vhodné použít, protože na českém trhu není pro to dostatek podniků a informací. U metod založených na analýze majetku nebyla naopak možnost sehnat všechny potřebné údaje.

Jako hlavní přístup ocenění byl zvolen výnosový přístup za použití metody diskontovaných peněžních toků. Je možno konstatovat, že přiměřeně zachycuje potenciál budoucích přínosů a umožňuje odrážet specifické aspekty oceňované společnosti. Pro porovnání výsledků jsem použila metodu kapitalizovaných čistých výnosů a pouze pro zjištění hodnoty majetku, za kterou byl skutečně pořízen byla použita metoda účetní.

Z důvodu důvěrnosti poskytnutých informací ze strany podniku byla provedena pouze jeho stručná charakteristika. Při samotném výpočtu bylo vycházeno z plánovaných účetních výkazů společnosti. Hodnota vlastního kapitálu stanovená metodou DCF je ve výši 1 354 milionů Kč, pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů ve výši 625 milionů Kč a cena majetku, za kterou byl skutečně pořízen se rovná 789 milionů Kč.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Knihy

- 1) GRÜNWALD, R. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: VŠE, 2000. 66 s. ISBN 80-245-0032-9.
- 2) KAŠÍK, J.; MICHALKO, M. a kol. *Podniková diagnostika*. 1.vyd. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9.
- 3) KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- 4) KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- 5) KISLINGEROVÁ, E.; HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- 6) MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- 7) MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- 8) MAŘÍKOVÁ P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- 9) MLČOCH, J. *Oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
- 10) VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X.

Internetové odkazy

- 11) Svět ocelí v roce 2006 [online]. Dostupné na Internetu: www.proe.biz.
- 12) Světový trh s ocelí [online]. Dostupné na Internetu: www.euroanalysis.cz.
- 13) ArcelorMittal Ostrava Tubular Products [online]. Dostupné na Internetu: www.mittalsteelostrava.cz.
- 14) VVT – Vítkovice válcovna trub, a. s. [online]. Dostupné na Internetu: www.vvt.cz.
- 15) Železářny Veselí, a. s. [online]. Dostupné na Internetu: www.zeves.cz.

- 16) U. S. Steel Košice, s.r.o. [online]. Dostupné na Internetu: www.usske.sk.
- 17) Marcegaglia [online]. Dostupné na Internetu: www.gruppomarcegaglia.com.
- 18) Voestalpine [online]. Dostupné na Internetu: www.voestalpine.cz.
- 19) Český statistický úřad [online]. Dostupné na Internetu: www.czso.cz.
- 20) Ministerstvo financí ČR [online]. Dostupné na Internetu: www.mfcr.cz.
- 21) Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. Dostupné na Internetu: www.mpo.cz.
- 22) Ocel zdraží, strojírenství čeká šok [online]. Dostupné na Internetu: www.ekonomika.ihned.cz.

Materiály společnosti:

- 23) Výroční zprávy společnosti z roku 2004 až 2006.
- 24) Finanční a obchodní plán společnosti na období 2007 – 2011.

SEZNAM ZKRATEK A SYMBOLŮ

b. c.	běžné ceny	ná.	náklady
BÚ	běžný účet	n_{CK}	náklady cizího kapitálu
CF	cash flow	NOA	čistá operační aktiva
CK	cizí kapitál	NOPAT	operační výsledek hospodaření
CP	cenné papíry		
ČV	čisté výnosy	n_{VK}	náklady vlastního kapitálu
DCF	discounted cash flow (diskontovaný peněžní tok)	PB	platební bilance
dl.	dlouhodobý	PH	pokračující hodnota
DO	doba obratu	prům	průměrné
EBIT	earnings before interest and taxes	Q	váhy
EVA	Economic Value Added (ekonomická přidaná hodnota)	ROA	return on assets (návratnost aktiv)
FCFF	volný peněžní tok	ROE	return on equity (kapitálová návratnost)
FÚ	finanční účet	ROS	return on sales (rentabilita tržeb)
g	tempo růstu	r_f	bezriziková premie
H_b	hodnota podniku brutto	TČV	trvalý čistý výnos
HDP	hrubý domácí produkt	VK	vlastní kapitál
H_n	hodnota podniku netto	vyd.	vydání
i_K	kalkulovaná úroková míra	VZaZ	výkaz zisků a ztrát
K	kapitál	závaz.	závazky
Kč	korun českých	WACC	Weighted Average Cost of Capital (průměrné náklady na kapitál)
krátk.	krátkodobé		
maj.	majetek		

PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

SEZNAM PŘÍLOH

1. Rozvaha
2. Výkaz zisků a ztrát
3. Cash flow
4. Stavebnicová metoda